



Universidad de  
**SanAndrés**

Universidad de San Andrés  
Escuela de Administración y Negocios  
Magister en Finanzas

**Valuación de Harley–Davidson, Inc.**

Autor: Luis Maria Jordan

DNI: 37.339.979

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

## Índice

Resumen Ejecutivo .....	1
Descripción del Negocio .....	2
<i>Historia</i> .....	7
<i>Estrategia 2017-2027</i> .....	9
<i>Modelo de Negocios</i> .....	14
<i>Harley Davidson Motor Company</i> .....	15
<i>Harley Davidson Financial Services (HDFS)</i> .....	20
<i>Segmentación Geográfica</i> .....	21
<i>Portafolio de Productos</i> .....	24
<i>Instalaciones</i> .....	30
<i>Riesgos</i> .....	32
Análisis de la Industria .....	36
<i>Contexto Económico Global</i> .....	36
<i>Industria de la motocicleta</i> .....	39
<i>Posicionamiento Competitivo</i> .....	49
Análisis Financiero .....	55
<i>Evolución de los Márgenes</i> .....	57
<i>Evolución del Patrimonio Neto y Política de Dividendos</i> .....	65
<i>Comparación con la industria</i> .....	68
Modelo de Valuación: Flujo de Fondos Descontados .....	70
<i>Costo de Capital</i> .....	71
<i>Flujos de Fondos</i> .....	77
<i>Valuación DCF</i> .....	88
<i>Valuación por Múltiplos</i> .....	90
Bibliografía .....	94
Anexo .....	95
<i>Evolución de la Estructura Patrimonial</i> .....	95
<i>Flujo de Fondos Descontados – Escenario Base</i> .....	100
<i>Flujo de Fondos Descontado – Escenario Pesimista</i> .....	101
<i>Flujo de Fondos Descontado – Escenario Optimista</i> .....	101

## Glosario

APAC (Asia Pacific): Asia Pacífico

Asset-Backed Commercial Paper: Deuda de Corto Plazo garantizada.

Brexit: Proceso de retirada del Reino Unido de la Unión Europea.

CAGR (Compound Annual Growth Rate): Tasa Compuesta de Crecimiento Anual (TCCA).

CAPEX: Inversión de Capital.

CAPM (Capital Asset Pricing Model): Modelo de Precio de Activos de Capital.

Commercial Paper: Deuda de corto plazo sin garantizar.

Commodities: Bien o Servicio económico que tiene una fungibilidad total o sustancial.

Core: Núcleo

Cost of Equity: Costo de Capital

DCF: Método de flujos descontados.

EBIT: Ganancias antes de Intereses e Impuestos.

EBITDA: Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones.

Ecommerce: Compra-Venta de producto a través de una plataforma electrónica.

EMEA (Europe, Middle East and Africa): Europa, Medio Oriente y África.

Enterprise Value: Valor Firma

Fees: Tarifas.

FED: Sistema de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

GDP: PBI (Producto Bruto Interno)

HD, HOG: Harley – Davidson, Inc.

HDFS: Harley Davidson Servicios Financieros.

HDMC: Harley Davidson Motor Company.

Heavyweight: Motocicletas de peso pesado.

Horizon Value: Valor Terminal.

Input: ingreso de información.

Leasing: Arrendamiento Financiero.

Lightweight: Motocicletas de peso liviano

Management Buy Out: Proceso por el cual directivos que gestionan una Compañía se hacen con su propiedad.

Merchandising: Mercancía, venta de productos y accesorios a minoristas.

Middleweight: Motocicletas de peso medio.

“New Roads”: Nuevas Rutas.

ROA: Rentabilidad del Activo.

ROE: Rentabilidad para el Accionista.

ROIC: Retorno de capital invertido.

Shift, Accelerate, Momentum: Cambio, Aceleración, Impulso

Start-Up: Compañía Emergente.

Supply Chain: Cadena de Suministros.

WACC: Costo Promedio Ponderado del Capital.

Yield To Maturity (YTM): Rentabilidad de un activo si se mantiene hasta vencimiento.



Universidad de  
**San Andrés**

## Resumen Ejecutivo

El propósito del siguiente trabajo tiene entre sus objetivos realizar el análisis financiero y la valuación del capital accionario de Harley Davidson, empresa de renombre internacional, dedicada principalmente a la producción de Motocicletas de gran cilindrada, para luego determinar si el precio de mercado de la Compañía al 31 de Diciembre del 2019 está en concordancia con el valor del capital accionario obtenido a través de nuestro trabajo o en su defecto, si el mercado valúa el precio de la acción por encima o por debajo del valor intrínseco obtenido por la valuación que llevaremos a cabo.

A lo largo de este trabajo, desarrollaremos un análisis intensivo de la industria en la que se desarrolla, el modelo de negocios de la compañía, el posicionamiento de la misma, sus fortalezas como debilidades, los riesgos asociados, la estrategia del directorio para los próximos 10 años y los fundamentos económicos y financieros de Harley Davidson y como se encuentra con respecto a la Competencia.

En sintonía con lo recién mencionado, se tendrá en cuenta para proceder con la valuación el desempeño de HD durante estos últimos 5 años y el de sus competidores directos, incluyendo las proyecciones y estimaciones a futuro.

La valuación será llevada a cabo a través de dos metodologías, el modelo de flujo de fondos descontados y la valuación por múltiplos también conocida como valuación relativa.

En el método de flujo de fondos descontados, consideraremos los distintos flujos de fondos libres para los próximos 5 años y el valor terminal de los flujos de la compañía. Dichos flujos serán descontados por el costo promedio ponderado del capital (WACC) obtenido en el modelo CAPM. Esta valuación fue acompañada por una valuación relativa con empresas comparables.

Luego de realizar las valuaciones mencionadas anteriormente, obtuvimos un precio por acción de USD 38,16 en un escenario base y de USD 27,09 y USD 47,86 en los escenarios pesimistas y optimistas, respectivamente, al 31 de diciembre de 2019 mientras que el precio de mercado a la misma fecha era de USD 37,1 por acción.

Por último, en la valuación por múltiplos con empresas comparables se seleccionó el ratio EV/EBITDA alcanzando un precio por acción de USD 39,4. Luego se procedió a sensibilizar dicho múltiplo entre 6x y 10x y estipulando distintos valores de EBITDA podemos concluir que el precio de la acción de HOG puede oscilar entre USD 29,1 y USD 49,7.

## Descripción del Negocio

### *Harley Davidson, Inc*

La Compañía Estadounidense Harley Davidson Motor Company – puede ser referenciada como HDMC de acá en adelante – dedicada a la producción y comercialización de motocicletas fue fundada en el año 1903 por William Harley y los hermanos Arthur, Walter y William Davidson. Los hermanos Davidson y William Harley comenzaron las operaciones en el garaje de los Davidson ubicado en Milwaukee, estado de Wisconsin, Estados Unidos.

HDMC obtiene al día de hoy una alta fidelización, especialmente en los Estados Unidos, por los amantes de las motocicletas lo que le agrega un notorio valor intangible a la marca invitando a cumplir los sueños de libertad de sus usuarios, empleados, proveedores, y distribuidores a lo largo del mundo a través de la innovación de la movilidad sobre dos ruedas. Esto no solo se debe a que HD ofrece una gama cada vez mayor de motocicletas distintivas y de vanguardia por estilo y avance tecnológico, sino que también da vida a la marca a través de experiencias de conducción, piezas, accesorios, ropa de conducción, etc, invitando a nuevos usuarios brindando opciones de financiamiento y seguros, entre otros, buscando aumentar y fidelizar a sus clientes.

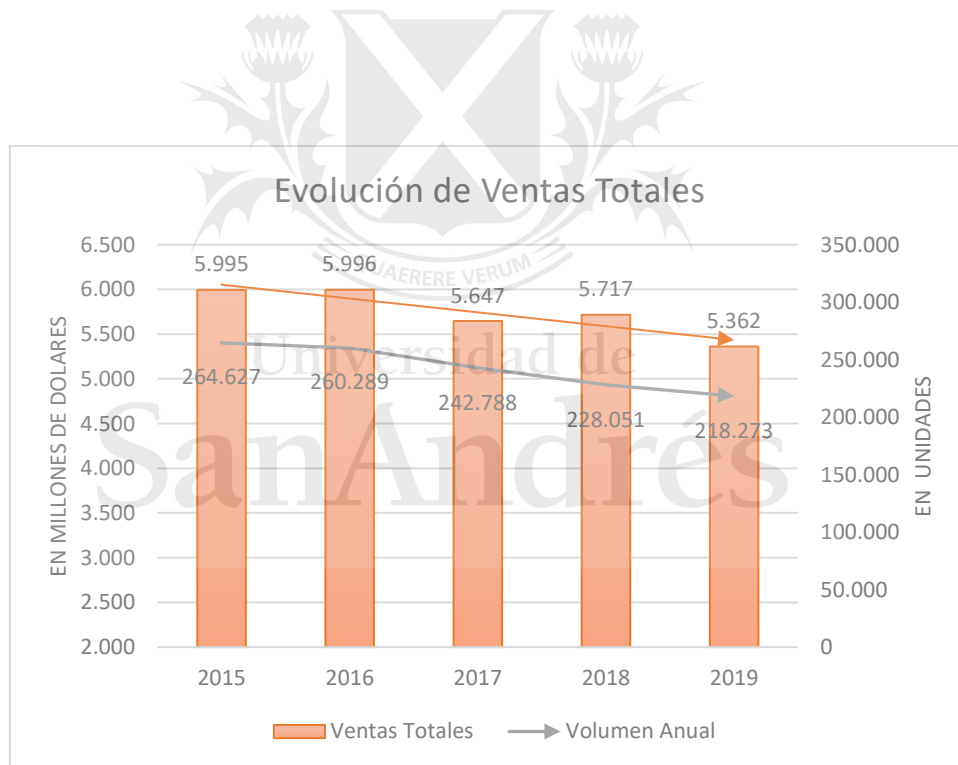
Harley-Davidson Motor Company, empresa originaria, es una subsidiaria junto con Harley-Davidson Financial Services, de Harley-Davidson, Inc desde 1981.

HDMC, históricamente relacionada con el segmento *heavyweight* (+600cc), cuenta con un extenso portfolio de productos con más de 30 modelos a través de tres líneas de motocicletas, Sportster (Motocicleta Urbana o de Calle), Cruiser (Crusero) – incluye la línea de motocicletas Eléctricas Live Wire – y Touring alrededor del mundo. Cada línea de negocio busca satisfacer las distintas necesidades de los clientes y se adapta a distintos entornos, ya sea en ciudad o para hacer largos recorridos por ruta. HD ha notado un cambio de conducta y preferencias en los usuarios por lo que están buscando competir e nuevos segmentos de mercados como las motocicletas eléctricas, las “*middleweight*” y las de pequeño tamaño especialmente pensado para los mercados Emergentes. En línea con lo comentado anteriormente, HDMC anuncio una alianza estratégica junto a Zhejiang Qianjiang Motorcycle Co donde trabajan juntos en el lanzamiento de una nueva motocicleta, más pequeña y accesible, exclusivamente pensada para el mercado chino y que se pueda expandir a otros mercados asiáticos. Se espera el lanzamiento oficial de la misma para el 4Q de 2020.

La Compañía tiene presencia en los 5 continentes, siendo sus principales mercados el Norte Americano y europeo, mientras que el foco de desarrollo y expansión está puesto en Asia. En el año 2017 el Directorio Ejecutivo lanzó una estrategia pública a concretar en los próximos diez años a través de la cual se busca cumplir los siguientes objetivos para el 2027:

- Expandir el número de motociclistas de Harley Davidson a los 4 millones en los Estados Unidos.
- Incrementar el negocio internacional hasta el 50% de las ventas anuales de HDMC.
- Lanzar 100 nuevos modelos de motocicletas de alto impacto para ampliar el liderazgo en los segmentos de mercado en los que participa HDMC.
- Brindar un rendimiento superior del capital invertido para HDMC (top 25% S&P 500).
- Crecer el negocio sin incrementar el impacto ambiental.

Gráfico 1

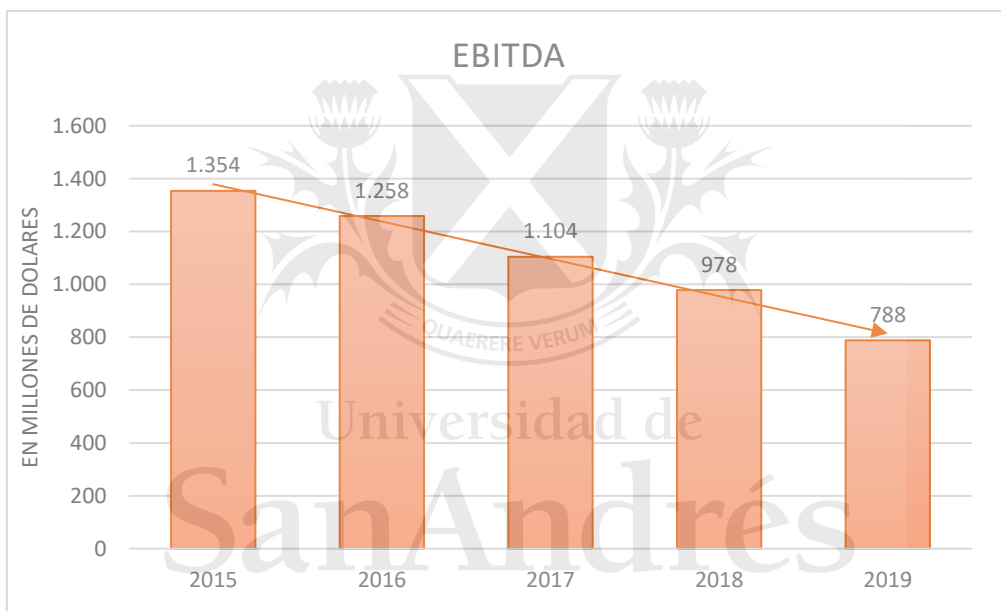


Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

En el año 2019 Harley-Davidson presentó ventas totales por USD 5.361.789 de los cuales el 85% corresponde a la venta de motocicletas y productos relacionados mientras que el 15% restante corresponde a servicios financieros. La cuota de mercado de Harley Davidson en las motos de más de 600 cilindradas sufrió una leve baja en sus principales mercados, como Estados Unidos y Europa, del 0,6% y del 1,4% respectivamente, lo que impactó en la baja de ventas sumado a

una disminución de patentamientos de este segmento de motocicletas en los mercados desarrollados. La baja en el volumen estuvo parcialmente compensada por un aumento de precios. Esta misma tendencia no se ve en los mercados emergentes, donde la participación de HD es menor. Estos datos acompañan una tendencia de los últimos años de cambios en los gustos en el consumidor volcándose a motos más pequeñas reflejada a través de la tasa compuesta de crecimiento anual (TCCA), también conocido como CAGR por sus siglas en inglés, de la compañía que es -2,8% desde el año 2015 al 2019, pasando de ventas totales por USD 5.995.402 en el 2015 a Ventas por USD 5.361.789 durante el 2019 mientras que la TCCA del volumen de ventas fue de -4,3% con 218.273 unidades comercializadas en 2019.

Gráfico 2



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

En sintonía con la caída de las ventas, el EBITDA (Ganancias antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones) de la Compañía se redujo a USD 788m principalmente influenciado por los gastos de restructuración, mayor presión impositiva debido a las tarifas impuestas por China y la Unión Europea, y una menor absorción de los costos fijos explicado por menor volumen de ventas a lo largo de estos últimos 5 años.

### Composición accionaria



En 1986 Harley Davidson, Inc. se registró en la bolsa de valores de Nueva York (NYSE) bajo la denominación HOG donde cotiza al día de hoy.

De acuerdo al último informe anual de la Compañía correspondiente al ejercicio fiscal 2019, el capital accionario de HD está compuesto por 152.807.930 acciones con un valor de mercado de 5,6 mil millones de dólares americanos.

Es importante destacar que la composición accionaria está dividida entre 68.506 accionistas al 31 de enero de 2020 según el último reporte anual de la Compañía. Según información pública obtenida del portal Finance.Yahoo.com el 99,8% son inversores privados mientras que el 0,2% son empleados de la Compañía. Es importante destacar que una porción importante del paquete accionario está en manos de 687 inversores “Institucionales” y “Fondos”.

Si bien existen aproximadamente 68.000 inversores, el 87% del paquete accionario está en manos de 20 accionistas distribuidos entre Institucionales y Fondos Mutuales como se explica en el siguiente Grafico. Como mitigante a una gran concentración del paquete accionario en pocos nombres, solo uno – Vanguard Group – tiene más del 10% del paquete accionario con una posición del 11%.

El 13% restante está totalmente atomizado a través de más de 68.000 pequeños inversores con participaciones menores al 1% del total del paquete accionario y las acciones distribuidas entre los empleados, como mencionamos anteriormente, suma 0,3% de la composición accionaria.

Tabla 1

Inversores Institucionales	Acciones	Participación
Vanguard Group, Inc. (The)	17.166.343	11%
Blackrock Inc.	14.441.409	9%
Bank Of New York Mellon Corporation	14.164.779	9%
Invesco Ltd.	10.661.086	7%
Dodge & Cox Inc	10.012.436	7%
State Street Corporation	7.602.568	5%
Massachusetts Financial Services Co.	7.146.121	5%
Beutel, Goodman & Company Ltd	4.518.081	3%
Jupiter Asset Management Limited	4.448.041	3%
Lsv Asset Management	4.287.817	3%
<b>Total</b>	<b>94.448.681</b>	<b>62%</b>

Fondos Mutuales	Acciones	Participación
Dodge & Cox Stock Fund	6.567.647	4%
Invesco Diversified Dividend Fund	6.401.852	4%
Vanguard Total Stock Market Index Fund	4.357.801	3%
JNL Series Trust-JNL/S&P Dividend Income & Growth Fund	4.183.000	3%
Vanguard Small-Cap Index Fund	3.831.217	3%
iShares Select Dividend ETF	3.375.575	2%
Vanguard 500 Index Fund	3.085.691	2%
Vanguard Small Cap Value Index Fund	2.376.429	2%
JNL Series Trust-JNL/S&P Intrinsic Value Fund	2.075.000	1%
SPDR S&P 500 ETF Trust	1.843.770	1%
	38.097.982	25%

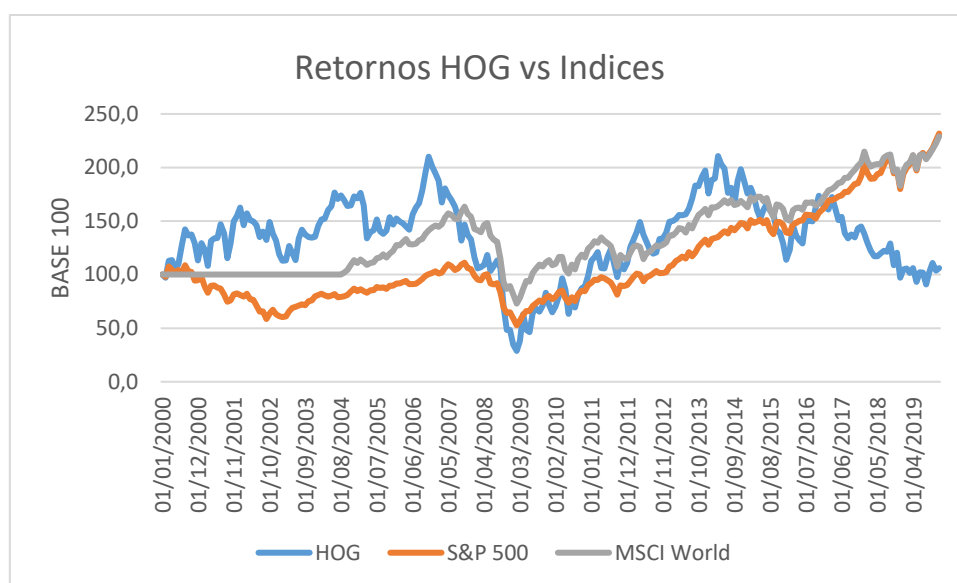
*Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019*

En línea con uno de los principales puntos de la estrategia a largo plazo presentado por la Compañía, Harley Davidson tiene un compromiso muy grande con sus inversores y busca poder entregarles una mayor rentabilidad sobre el capital invertido buscando posicionarse en el 1 cuartil del S&P 500.

El S&P 500 es un índice compuesto por las 500 empresas de mayor capitalización en los Estados Unidos, mientras que el MSCI World compuesto por más de 1.600 compañías alrededor del mundo, pero principalmente aquellos donde Harley Davidson tiene presencia como Estados Unidos, Japón, Australia, Nueva Zelanda, y los principales países de la Unión Europea. Es importante destacar esta diferencia ya que, si bien ambos índices corresponden a mercados desarrollados, de esta forma, podemos abordar en gran parte, los mercados donde opera HD comparando retornos contra empresas de la industria automotriz y otras industrias como la tecnológicas, alimenticias, entre otras.

En el siguiente gráfico se puede observar la evolución y retorno de la acción de Harley Davidson contra los índices mencionados anteriormente a lo largo del siglo 21 asumiendo que el 01 de enero de 2000, los tres activos tenían un valor de base 100:

Grafico 3



Fuente: Yahoo Finance e Investing.com – Elaboración Propia

## Historia

La Compañía ha ido creciendo a lo largo de su historia adaptándose a los distintos cimbronazos de la economía mundial y cambios en los gustos del consumidor. Si bien siempre ha mantenido el segmento de motocicletas pesadas, es decir, de más de 600 cilindradas, como su principal mercado. Sin embargo, en los últimos años ha comenzado a enfocarse en nuevos segmentos como Bicicletas y motos de peso liviano y peso medio adaptándose a cambios en las preferencias del consumidor.

El camino de Harley Davidson a lo largo de la historia comienza en 1901 en un pequeño cobertizo en Milwaukee, Wisconsin, Estados Unidos, donde los Hermanos Davidson y de William Harley comenzaron a trabajar en un motor con una pequeña cilindrada 7 pulgadas cubicas (116cc) diseñado para utilizar en las bicicletas convencionales.

Al terminar dicho motor en 1903, los creadores de HDMC se dieron cuenta que seguían necesitando la ayuda de los pedales para utilizar la bicicleta motorizada en las colinas de Milwaukee. En consecuencia, dicho proyecto fue descartado como también considerado un experimento de gran valor y base para los siguientes proyectos.

Este fue el puntapié inicial para comenzar a desarrollar una maquina nueva y mejorada con un motor de 405cc y se agrando el cuadro de la motocicleta que fue inspirado en un modelo de Joseph Merkel – considerado uno de los mejores ingenieros en motocicletas y reconocido actualmente en el AMA Motorcycle Hall of Fame – a través del cual lograron modificar el segmento del vehículo de Bicicleta a Motocicleta.

El prototipo de este nuevo modelo se ensambló en el garaje de los Davidson, aunque la mayoría de las piezas se hicieron en otros lugares, incluidas algunas probablemente fabricadas en los ferrocarriles de West Milwaukee donde William Davidson era el capataz de la sala de herramientas.

En septiembre de 1904 el prototipo de motocicleta ya era una realidad y funcionaba sin ningún inconveniente, y al poco tiempo compitió en una carrera de motos en el estado de Wisconsin en la que terminó cuarto.

En 1905, HDMC ya había construido 5 motocicletas de las cuales 3 fueron vendidas por Carl H Lang, el primer distribuidor de la Compañía, en Chicago. Ante semejante demanda del producto producido por la Compañía, en 1906, los fundadores decidieron construir su primera fábrica que fue ubicada en la calle Chestnut – posteriormente llamada Juneau Avenue – donde al día de hoy se encuentran las oficinas Corporativas de Harley Davidson, inc.

En 1907 HDMC tenía su propia planta y más de 150 unidades comercializadas. También fue el año en el que comenzaron a producir los famosos modelos V-Twins que otorgaban una mayor potencia y un mejor rendimiento.

A lo largo de la década del 10', Harley Davidson era uno de los principales productores de motocicletas y competía en el mercado local junto a Indian Motorcycles. Para el año 1913, HD ya había aumentado el tamaño de la fábrica y producía más de 16.000 unidades por año.

En 1917 Estados Unidos decide participar en la WWI junto a los “Aliados” lo que terminó siendo un punto de quiebre tanto en la guerra como en el futuro de Harley Davidson. HDMC le vendió en dicho periodo más de 20.000 motocicletas al ejército y volcó las restantes en el Mercado Local. Por otro parte, su principal competidor – Indian Motorcycle – vendió la mayor parte de su producción Power Plus al Ejército privándose de abastecer a sus distribuidores locales. El golpe sufrido a la disponibilidad doméstica condujo a Indian a perder una gran parte de su red de concesionarios domésticos que comenzaron a distribuir motocicletas de otros productores como Harley Davidson. Este hecho, le permitió a Harley Davidson superar a Indian Motorcycle posicionándose como líder absoluto del mercado Norte Americano y más adelante como el

principal productor mundial con más de 28.000 motocicletas producidas anualmente y presencia en 67 países a lo largo de la década del 20.

En 1929, la gran depresión golpeo la economía mundial y HDMC no fue la excepción de la regla cuando las ventas cayeron de 21.000 unidades anuales en 1929 a 3.703 unidades en 1933. Para sobrevivir a esta gran crisis, HDMC también lanzo un modelo utilitario de 3 ruedas llamado “servi-car” y una nueva línea de motocicletas para incentivar la demanda.

Junto con Indian Motorcycle fueron los únicos dos productores de motocicletas que sobrevivieron a la gran depresión en Estados Unidos y fueron quienes proveyeron al ejercito Norte Americano y sus aliados de motocicletas durante la WWII – más de 90.000 - y luego de la guerra volvieron a producir sus famosos modelos “V-Twin” que eran destinados tanto para uso privado como para competiciones.

A partir de los años 1950, el mercado Norte Americano se volvió más competitivo dado la irrupción de motocicletas importadas desde Europa y Japón. Estas últimas resaltaban por la conjunción de un diseño sofisticado junto a un buen rendimiento y un precio de mercado competitivo.

Sin embargo, fue una época en la que HD posiciono la marca y le dio una identidad aún mayor a través del rock and roll, y sus principales intérpretes como Elvis Presley, convirtiendo a Harley Davidson como un símbolo de la generación de los 50 y los 60`s.

Lamentablemente, HDMC nunca termino de adaptarse a este mercado de mayor competitividad y se fusiono junto con AMF (American Machine and Foundry) en 1969. Dicha operación significo un cambio en la estrategia de la compañía a través de la cual se incrementó la capacidad de producción inaugurando nuevas plantas y diversificando los productos. Como consecuencia de esta rápida expansión y la fuerte competencia con las terminales japonesas que inundaban el mercado con motocicletas a un tercio del valor de las HD.

Harley Davidson estuvo muy cerca de la quiebra en el año 1981 hasta que 13 ejecutivos le compraron el negocio de motocicletas Harley Davidson® a AMF, inc a través de una operación de “Management Buyout”. Es así como surge una nueva entidad, que perdura al día de hoy, conocida como Harley – Davidson, Inc.

*Estrategia 2017-2027*

En un contexto de mayor competitividad, fortalecimiento del Dólar Estadounidense, menores precios por parte de la competencia, cambios en los hábitos del consumidor, reducción de márgenes y un contexto internacional hostil a través de un proteccionismo comercial que se traduce en mayores cargas impositivas, el directorio del Harley Davidson anuncio en 2017 una estrategia de largo plazo (2017-2027) que consta principalmente de crear la próxima generación de usuarios de Harley Davidson a nivel mundial e incluye los siguientes objetivos:

- Expandir a 4 millones los usuarios de Harley Davidson en los Estados Unidos y los Mercados Internacionales.
- Incrementar los Mercados Internacionales al 50% de las ventas anuales.
- Lanzar 100 nuevos modelos Harley Davidson de alto impacto.
- Brindar un retorno superior sobre el capital invertido en HDMC en relación al top 25% del S&P 500.
- Hacer crecer el negocio sin aumentar el impacto ambiental.

Dicha estrategia se dividió en 3 etapas llamadas Shift, Accelerate, Momentum.

En 2017 se lanzó Shift que fue el puntapié inicial, lo que para la Compañía fue marcar la dirección y el lugar al que quiere llegar en los próximos 10 años y, en consecuencia, comenzó a construir los cimientos para que este plan sea posible. En primer lugar, comenzó a trabajar en la cultura y la visión de la empresa, ya que dejaron de producir motocicletas a producir motociclistas, obtener nuevas ideas y recibir Harley Davidson usadas.

En julio de 2018, la Compañía lanzó la etapa Accelerate – Acelerar – bajo el nombre “más caminos a Harley Davidson” que consta de ampliar los esfuerzos para generar nuevos motociclistas y retener los existentes, apalancar las ventajas competitivas en nuevos segmentos, transformar la Compañía expandiendo el liderazgo de sus productos y cambiando la manera de operar en busca de los objetivos, y obtener un crecimiento de las ventas y expansión del margen operativo. Para lograr los objetivos de la estrategia a largo plazo, esta etapa busca impulsar la estabilidad y crecimiento sostenible en el tiempo a través de las siguientes acciones:

- Invertir significativamente en su centro de Investigación y Desarrollo (I+D) y acciones de Marketing.
- Apalancarse en el poder de la marca y su cultura única.
- Atraer y retener nuevos usuarios todos los años.
- Aumentar la rentabilidad del negocio, maximizar la generación de caja.

- Acelerar la fase de crecimiento en los mercados internacionales.
- Invertir para revitalizar el mercado estadounidense.
- Encender el crecimiento sustentable a través de inversiones en la amplificación de la marca.

El resultado de la amplificación de la marca no es más que mejorar la experiencia de Harley Davidson para inspirar interés en las motocicletas, en la cultura de las mismas, y construir una comunidad de usuarios de HD aún más grande y apasionada.

La amplificación de la marca será una consecuencia del trabajo en:

- Nuevos Productos:

Mantener a los usuarios inspirados al extender el liderazgo en los segmentos de mercado desarrollados y definidos, al tiempo que se están desarrollando productos para ingresar a nuevos segmentos de mercado como las motos livianas para el mercado asiático y las de peso medio.

Harley Davidson está buscando reposicionar la marca para competir en las grandes oportunidades que ofrece la industria motociclista global tanto en el segmento de peso liviano y medio como en los mercados emergentes.

- Facilitar Acceso:

Creando nuevos caminos a Harley Davidson, expandiendo el acceso a los productos y atraer a más personas alrededor del mundo.

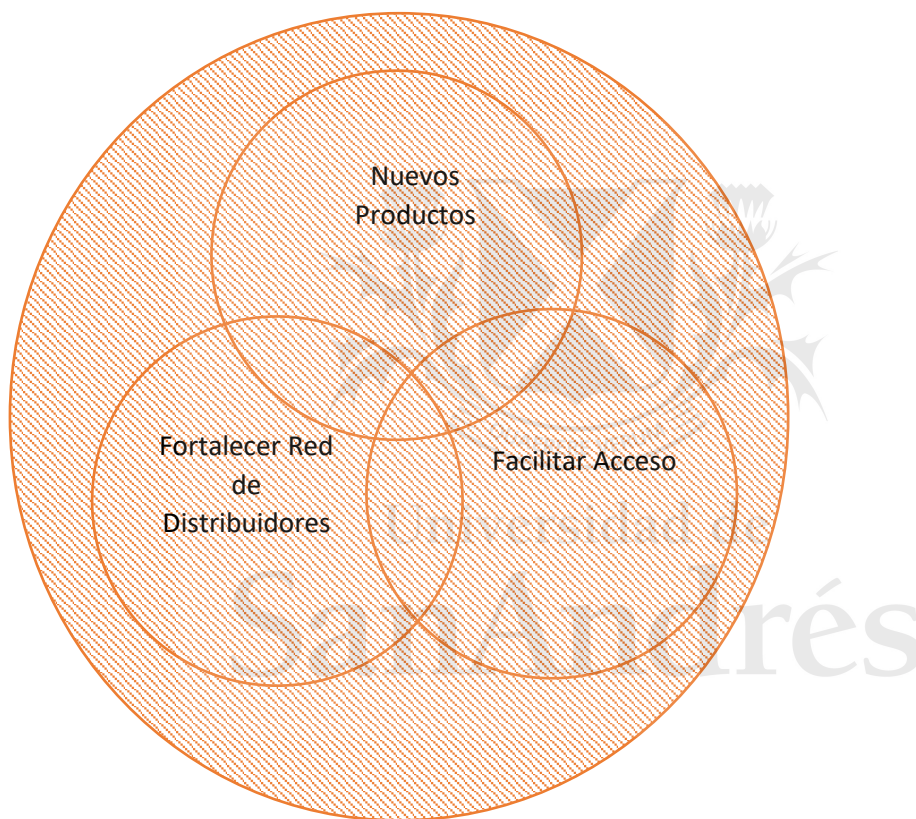
A partir de esta premisa, y en línea con los cambios de hábitos del consumidor, se está buscando integrar la experiencia digital. Esto se debe a que se estima que el 99% del crecimiento en las ventas hasta el 2022 estará influenciado por contenido digital u online y se espera que se multiplique el número de personas que compra y hace un benchmarking con su Smartphone o Tablet. También se proyecta que se abrirán alrededor de 30 locales minoristas de Harley Davidson que ofrezcan la totalidad de los productos cada año.

- Fortalecer la red de distribuidores:

Trabajar codo a codo con los distribuidores globales para desarrollar capacidades más sólidas que conduzcan a un mejor rendimiento del canal, una mayor rentabilidad, y una experiencia de Harley Davidson que supere las expectativas de los conductores.

El objetivo es lograrlo a través de nuevos canales minoristas a nivel mundial en zonas urbanas, con tengan un concepto de “frente de tienda” de formato flexible, ofrecer merchandise de una manera nueva y moderna y tener una variedad de productos suficiente para atender las necesidades únicas de cada cliente.

Amplificar la Marca



Al 31 de diciembre de 2019, según información publicada por IHS Markit Motorcycles in Operation, Harley Davidson tenía 3.1 millones de usuarios en los Estados Unidos, unos 55.000 más que en 2018.

La Compañía apunta a continuar aumentando el progreso anual generando fidelidad en los usuarios para así alcanzar los objetivos planteados para el 2027.

La tercera etapa, Momentum (impulso), comienza en 2023 y termina en el año 2027 junto con la estrategia de largo plazo. Para dicha etapa se espera que la demanda aumente considerablemente, lo cual se reflejaría en las ventas, tanto en Estados Unidos como en los



Mercados Internacionales, y en los márgenes operativos por una mejor absorción de los costos fijos. En consecuencia, se habrá logrado incrementar la cuota de mercado en Norte América y cumplir los objetivos fijados para el 2027.

## *Marca*

Harley Davidson trabaja incansablemente en su marca manteniendo activas distintas acciones de Marketing alrededor del mundo para incrementar la demanda de productos y fidelidad por parte de sus usuarios activos, como los motociclistas, como de aquellos usuarios “pasivos” que consumen la marca a través de distintos accesorios y licencias.

Las acciones de marketing se producen principalmente a través de actividades digitales y experimentales, así como a través de actividades promocionales y publicitarias más tradicionales. Además, los distribuidores independientes de la Compañía participan en una amplia gama de eventos y acciones en sus mercados locales, en parte respaldados por los programas cooperativos con HD.

El principal objetivo de estas acciones de Marketing es continuar generando una comunidad ofreciendo experiencias que conecten a los usuarios entre sí y con la marca Harley Davidson. Para desarrollar, involucrar y retener a los usuarios, la Compañía participa y patrocina distintos eventos deportivos, carreras de motocicletas, festivales de música y otros eventos especiales. Esto incluye eventos patrocinados por H.O.G.<sup>®</sup> – Harley Owners Group – para construir una comunidad conectando a los motociclistas HD en todo el mundo. Estas actividades ayudan a inspirar interés en la conducción, fomentan la cultura de la moto, y construye una comunidad de usuarios apasionados.

Harley Davidson ofrece educación al usuario a través de cursos de la Harley Davidson Academy<sup>®</sup> que elimina barreras y crea oportunidades para aprender y construir la confianza del mismo. Los mismos se llevan a cabo en los concesionarios independientes de HD y en determinadas ubicaciones internacionales permitiéndoles tener una experiencia de lo que la marca HD significa.

La Compañía también promueve su marca, productos y comunidad a través de una variedad de otras actividades y experiencias. Los alquileres y recorridos de motocicletas también se ofrecen a través de un acuerdo con EagleRider en concesionarios independientes seleccionados en los

EEUU y a través del programa de renta autorizado por la Compañía fuera de los EEUU. También se ofrecen tours en las plantas para observar con el orgullo y pasión que se construyen las motocicletas.

Por último, el museo Harley – Davidson es un destino único, ubicado en Milwaukee, que construye y fortalece la conexión entre los ciclistas y la marca y mejora la percepción de Harley Davidson entre el público en general mostrando las grandes páginas escritas por la Compañía a lo largo de la historia.

### *Modelo de Negocios*

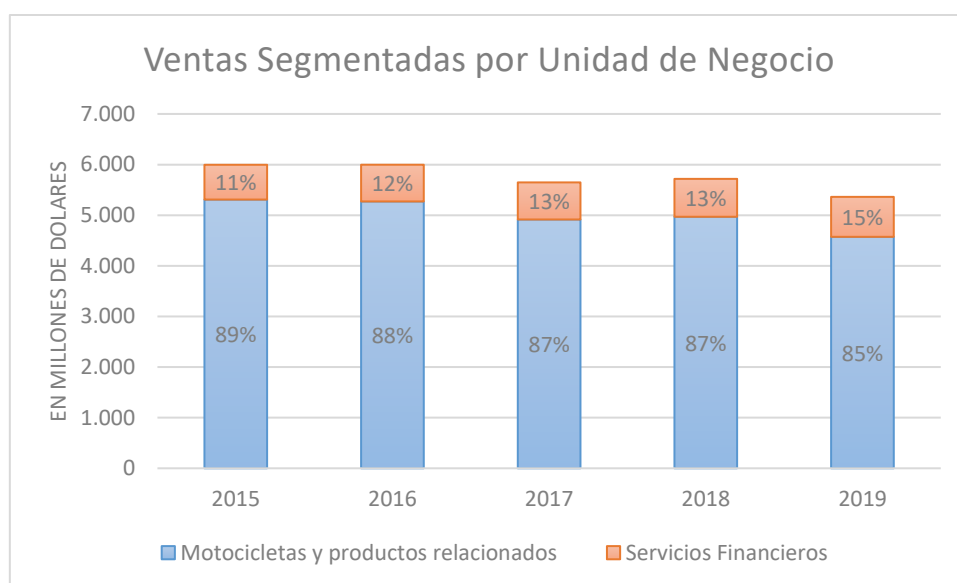
La Compañía opera a través de dos unidades de negocios: Harley Davidson Motor Company, siendo la actividad principal (venta de motocicletas pesadas y productos relacionados), y Harley Davidson Financial Services, que brinda herramientas a sus usuarios y distribuidores para que cada día más personas puedan disfrutar la sensación de libertad que solo Harley Davidson puede ofrecer.

Ambas unidades se administran por separado en función de las diferencias específicas de sus operaciones, pero siempre bajo el mismo denominador, y activo más importante, que es la más Marca.

Al 31 de diciembre de 2019, la Compañía cuenta con una dotación de aproximadamente 6.000 empleados dedicados tanto a la construcción, diseño, comercialización y financiación de las motocicletas.

En el siguiente gráfico se puede observar que la participación en las ventas de ambas unidades de negocio sobre las ventas totales de Harley Davidson, inc. Es posible observar una leve tendencia a incrementar la participación de los ingresos provenientes de la unidad financiera de la Compañía (oscila entre el 13 y 15 por ciento del total de las ventas). Esto se explica por la Tasa Compuesta Anual de Crecimiento (TCCA) positiva de 3.5% desde 2015 a la fecha en el negocio HDFS mientras que HDMC sufrió una disminución de sus ventas del 3.7% (TCCA) para el mismo periodo.

Gráfico 4



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

### Harley Davidson Motor Company

La Compañía continúa desarrollando la unidad de negocios de Harley Davidson Motor Company a través de la producción y comercialización de Motocicletas de más de 600cc – Cruiser, Sportster y Touring – a través de sus más de 30 modelos con estilo de vanguardia, diseño innovador, sonido distintivo, y una calidad superior. También comercializa repuestos de motocicletas, accesorios para personalizar las mismas, ropa y equipo personal de motociclismo para conductores y pasajeros, y ropa casual y accesorios para motociclistas, pasajeros y entusiastas.

Las ventas de esta unidad de negocio se desarrollan en los 5 continentes y más de 100 países a través de una red de distribuidores independientes. Los mismos son los que se encargan de distribuir los productos al cliente minorista.

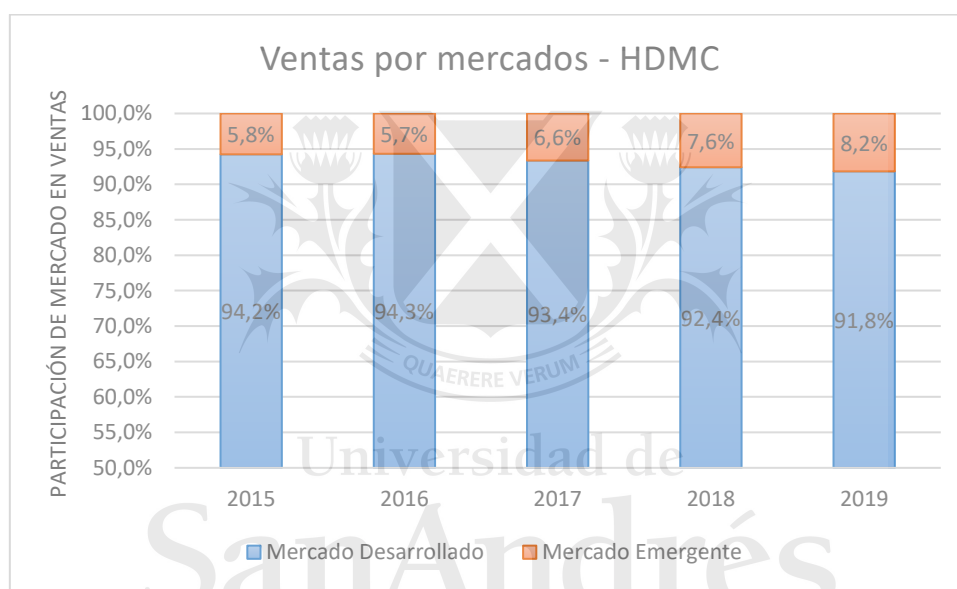
HDMC segmenta su mercado global en 5 grandes Mercados: Estados Unidos, Canadá, EMEA (Europa, Medio Oriente y África), APAC (Japón y Australia y Nueva Zelanda), y “otros países”.

Considerando la clasificación de MSCI, Morgan Stanley Capital Investment, firma proveedora de cerca de 100.000 índices diarios sobre Acciones, Bonos y Hedge Funds a nivel mundial desde hace más de 35 años, el 91.8% (USD 4.199m) de las ventas de HDMC corresponden a Mercados

Desarrollados mientras que el 8.2% (USD 374m) restante corresponde a Mercados Emergentes. Las ventas de este negocio suman 4.572 millones de dólares al 31 de diciembre de 2019.

En el siguiente gráfico se puede observar cómo está aumentando sostenidamente la participación de las ventas en los mercados emergentes de acuerdo con la información de la industria que muestra un incremento en la demanda de los países emergentes mientras que los desarrollados comienzan a optar por motos de menor tamaño. La tasa compuesta de crecimiento anual de los mercados emergentes durante los últimos 5 ejercicios es de 5.1% anual mientras que la TCCA de los mercados desarrollados disminuye en el orden del 4.3% anual.

Gráfico 5:



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015 – 2019 – Elaboración Propia

La Compañía tiene capacidades de fabricación flexibles diseñadas para ayudar a garantizar que la oferta de productos este bien posicionada para satisfacer la demanda de los clientes de manera oportuna y rentable. Estas capacidades le permiten a la Compañía aumentar la producción de motocicletas antes y durante el pico de ventas minoristas, debido a la demanda estacional de sus productos, alineándose con los tiempos de producción y distribución de los productos a los distintos mercados. También le permite a la Compañía adaptar los embarques con la combinación de modelos deseada para satisfacer la demanda de los clientes. Esto no es un detalle menor ya que debido a las condiciones climáticas, el negocio de HD es estacional.

La producción de las motocicletas se lleva a cabo en las distintas plantas operativas que tiene la compañía – referirse a la sección instalaciones – ubicadas principalmente en los Estados Unidos

y en ciertos países estratégicos. Las instalaciones de fabricación de la Compañía en los EEUU abastecen el mercado norteamericano, así como ciertos mercados Internacionales. Además, la Compañía opera instalaciones en Tailandia, Brasil e India. Las instalaciones de la Compañía en Tailandia fabrica motocicletas para ciertos mercados asiáticos y, a partir de finales de 2019, la Unión Europea. En Brasil e India, la compañía opera instalaciones completas de ensamblaje desmontable, que ensamblan motocicletas para esos mercados con los distintos componentes provenientes de las instalaciones y proveedores de la Compañía en los EEUU. Es importante destacar que en la India se producen las motocicletas del segmento Sportster para su distribución a mercados fuera de Norteamérica. Las operaciones de fabricación global de la Compañía se centran en impulsar una calidad y un rendimiento de clase mundial. Esta cultura de trabajo le permite a la Compañía estar cerca de los clientes, proporcionar productos de calidad a un precio competitivo y hacer crecer el negocio de manera orgánica.

También tiene operativo un centro de investigación y desarrollo en Silicon Valley donde los ingenieros y expertos trabajan en el desarrollo de nuevas motocicletas. Hoy en día, el foco está puesto en las motocicletas eléctricas y nuevos modelos alineados con la estrategia de la Compañía.

Harley Davidson, Inc. como fabricante de motocicletas en los Estados Unidos está sujeto a las normativas de la ley nacional de seguridad del tráfico y vehículos motorizados de EEUU que es administrada por la Administración Nacional de Seguridad del Tráfico en las Carreteras de Estados Unidos (NHTSA). La Compañía obtuvo el certificado emitido por NHTSA que certifica que sus motocicletas cumplen con todas las normas federales de seguridad aplicables para vehículos motorizados y regulaciones relacionadas.

Respecto a los proveedores, La Compañía tiene una política de largo plazo con ellos a través de la cual busca fortalecer la relación a lo largo del tiempo buscando beneficios para ambas partes. A través de esta colaboración mutua, la empresa obtiene acceso a recursos técnicos y comerciales para su directa aplicación a iniciativas de diseño, desarrollo y fabricación de productos. Otros importantes beneficios de este enfoque es la mejora de costo y calidad a largo plazo.

Las principales materias primas incluyen acero y aluminio, y los posteriores trabajos en el mismo como la fundición, forjado, chapa de acero y barra. La Compañía también compra ciertos componentes de motocicletas incluidos, entre otros, sistemas electrónicos de inyección de combustible, baterías, neumáticos, asientos, componentes eléctricos, instrumentos y ruedas. La Compañía entiende que todos estos recursos son imprescindibles para la normal producción de

sus productos, y es por eso que monitorea de cerca la viabilidad general de su base de suministro. Por último, la Compañía no anticipa dificultades para obtener materias primas o componentes.

La empresa envía a su red de distribuidores independientes, alrededor del mundo, lo producido en sus plantas, variando el mix de productos y volumen en consonancia con la estrategia de la Compañía.

En el 2019, el despacho de motocicletas se redujo en un 6.4% en comparación al 2018, en línea con la estrategia, alcanzando un volumen 213.939 motocicletas de las cuales el 58% se destinaron al mercado americano mientras que el 42% se distribuyó en los distintos mercados internacionales (ver Tabla).

Si bien prácticamente no hubo cambios en el mix de mercados en relación al 2018, manteniendo la relación de 58/42, donde si hubo cambios fue en el mix de modelos. Se produjeron menos unidades de todos los modelos, sin embargo, la participación en el mix del modelo Touring cayó del 45% al 43% compensado por una mayor participación del Cruiser y Sportster. Esto se debe principalmente a los cambios en la estrategia que incluye el lanzamiento de nuevos productos como la motocicleta eléctrica (Cruiser) y la necesidad de atender nuevos segmentos de mercado como son las motos de calle.

Tabla 2

Unidades de Motocicletas	2015		2016		2017		2018		2019	
	Units	Mix	Units	Mix	Units	Mix	Units	Mix	Units	Mix
Estados Unidos	170.688	64%	161.839	62%	144.893	60%	132.433	58%	124.326	58%
Mercado Internacional	95.694	36%	100.382	38%	96.605	40%	96.232	42%	89.613	42%
<b>Total</b>	<b>266.382</b>	<b>100%</b>	<b>262.221</b>	<b>100%</b>	<b>241.498</b>	<b>100%</b>	<b>228.665</b>	<b>100%</b>	<b>213.939</b>	<b>100%</b>
<b>Modelo de Motocicletas</b>										
Unidades Touring	114.811	43%	107.511	41%	99.739	41%	101.942	45%	91.018	43%
Unidades Cruiser	89.238	34%	93.351	36%	87.422	36%	78.529	34%	76.052	36%
Unidades Sportster	62.333	23%	61.360	23%	54.337	23%	48.194	21%	46.869	22%
<b>Total</b>	<b>266.382</b>	<b>100%</b>	<b>262.221</b>	<b>100%</b>	<b>241.498</b>	<b>100%</b>	<b>228.665</b>	<b>100%</b>	<b>213.939</b>	<b>100%</b>

Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

Al finalizar el 2019, el inventario de los distribuidores de EEUU se redujo en 1.600 unidades mientras que el inventario de los distribuidores internacionales disminuyó en 2.700 unidades en comparación con el final de 2018.

La Compañía planea continuar administrando agresivamente el suministro en línea con la demanda estacional de los distintos mercados. Sin embargo, se espera que el inventario de los

distribuidores – a nivel mundial – aumente suavemente para finales de 2020 debido al lanzamiento de nuevas motocicletas de peso mediano y por la reposición del inventario del distribuidor europeo, que se redujo a fines de 2019 en previsión de bajas arancelarias a motocicletas provenientes de las instalaciones de la Compañía en Tailandia.

Los productos de HD son comercializados en más de 100 países por una red de 1.569 distribuidores independientes (La gran mayoría de los distribuidores venden exclusivamente productos HD) y por páginas de *ecommerce* (comercio electrónico) tanto propias como tercerizadas dependiendo la región.

Los distribuidores independientes reciben tanto las motocicletas como los productos relacionados – partes y accesorios, merchandise, productos con licencias - y los venden en sus concesionarios, además de ofrecer un servicio de mantenimiento a las mismas. Es importante destacar que las motocicletas tienen una garantía de 2 años en la mayoría de los casos. Adicionalmente, la Compañía entiende que la experiencia minorista de calidad es una de las principales ventajas competitivas de la Compañía.

Los 1.569 distribuidores independientes de la Compañía se encuentran distribuidos alrededor del mundo de la siguiente manera:

Tabla 3

Distribuidores	2015	2016	2017	2018	2019
USA	696	701	698	691	698
CANADA	68	67	68	69	69
LATIN AMERICA	61	58	58	64	66
EMEA	378	386	398	412	423
APAC	232	249	276	299	313
<b>Total</b>	<b>1.435</b>	<b>1.461</b>	<b>1.498</b>	<b>1.535</b>	<b>1.569</b>

Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

Es importante destacar, que, en línea con la estrategia de la Compañía, la cantidad de distribuidores aumento más en mercados emergentes como Latino América y APAC, mientras que, en los mercados desarrollados, donde HD tiene un negocio más maduro, el número de distribuidores tuvo una variación muy pequeña durante el periodo 2015 – 2019. Si bien las ventas totales del grupo disminuyeron en los últimos años, HD se está focalizando en nuevos

mercados que explican el crecimiento de distribuidores en determinadas regionales como Latino América y APAC mientras que en EEUU se mantuvo bastante estable.

### *Harley Davidson Financial Services (HDFS)*

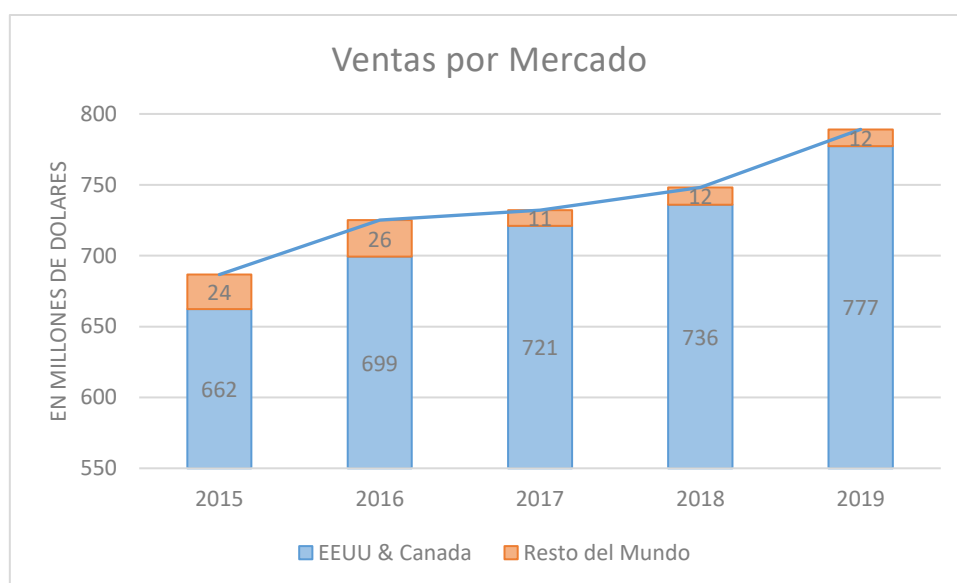
Desde 1992, Harley – Davidson constituyo una nueva subsidiaria, llamada Harley Davidson Financial Services (HDFS) destinada a ofrecer una línea completa de opciones de financiamiento y productos y servicios de seguros con el objetivo de incrementar el número de usuarios y mantenerlos activos a lo largo de los años. Entre otros productos, HDFS ofrece Financiamiento a su red de distribuidores y clientes finales, seguros, servicios extendidos y planes de protección, y programas de tarjetas de crédito.

La actividad de esta unidad de negocio se extiende sobre los 5 continentes, pero esta principalmente concentrado en Estados Unidos y Canadá con un 98.5% mientras que el restante 1.5% está distribuido entre EMEA y “otros Países”. HDFS está focalizado en brindar financiamiento a sus clientes y distribuidores en EEUU y Canadá ya que los distribuidores ubicados en EMEA, APAC, y “otros países” suelen tener acceso a financiamiento a través de entidades locales, algunas de las cuales tienen algún tipo de acuerdo con HDFS.

Las ventas de este segmento incrementaron desde USD 687 millones en 2015 hasta USD 789 millones en 2019 teniendo una tasa compuesta de crecimiento anual de + 3.5% durante el periodo 2015-2019. En gran medida generado por ingreso de intereses devengados por préstamos, financiamiento de cuentas a cobrar a distribuidores y en menor medida por servicios de seguros, licencias, entre otros.



Gráfico 6



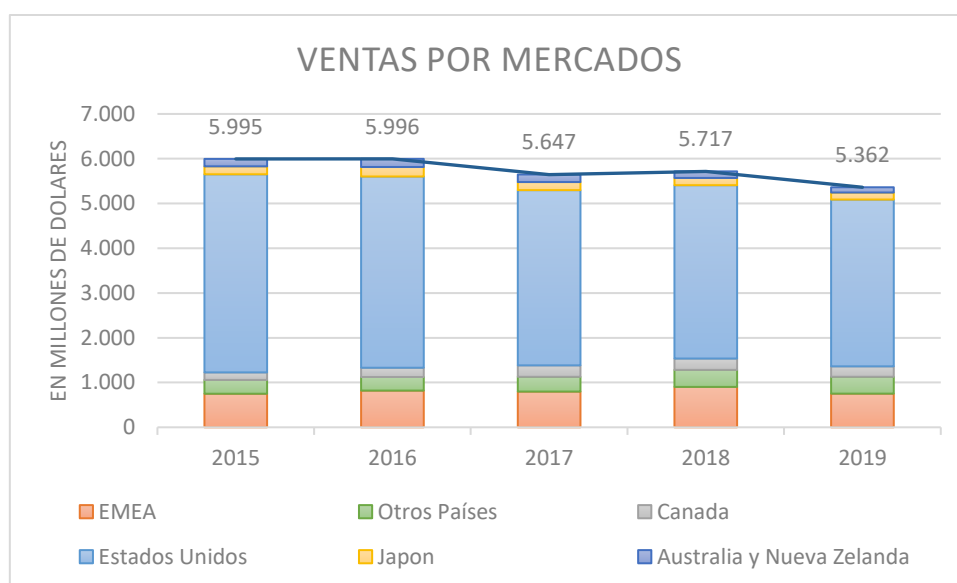
Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

### Segmentación Geográfica

Harley Davidson tiene presencia en más de 100 países y por ende en los 5 continentes debido a la escala y alcance global que desarrollo la Compañía a lo largo de su historia. Es por eso, que HD organiza su mercado global en 6 grupos que pueden estar formado por un solo país, un continente o un grupo de países. Esta segmentación se realiza en línea con la participación de dichos mercados en las ventas del Grupo:

- Estados Unidos
- Canadá
- EMEA (Europa, Medio Oriente y África): España, Italia, Gran Bretaña, Grecia, Bélgica, Francia, Alemania, Holanda, Finlandia, Dinamarca, entre otros.
- Japón
- Australia y Nueva Zelanda
- Otros Países: APAC (sin incluir Japón, Australia y Nueva Zelanda), EMEA (sin incluir los países desarrollados de Europa), Brasil, Argentina, Uruguay, Paraguay, Chile, México, entre otros.

Gráfico 7:



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015 – 2019 – Elaboración Propia

Como se observa en el Gráfico 6, Estados Unidos es el principal mercado de la Compañía con una participación del 69% sobre el total de las ventas, seguido por Europa con un 14% y “otros Países” con el 7%. Luego se ubican Canadá, Japón y Australia y Nueva Zelanda con un 4%, 3% y 2%, respectivamente.

Es importante destacar que si bien las ventas de Harley Davidson se redujeron de USD 5.995m en el año 2015 a USD 5.362m en el año 2019, la variación no fue uniforme en todos los mercados. Estados Unidos, principal mercado de la Compañía, paso de representar un 74% de las ventas totales a representar un 69% explicado fundamentalmente por un menor volumen de motocicletas comercializadas a lo largo de estos 5 años por menor patentamientos de la industria y una pequeña disminución en la cuota de mercado parcialmente compensado por mayores ingresos financieros en dicho mercado que tuvieron una tasa compuesta anual de crecimiento de 3.5%. De todas formas, es importante destacar que, si consideramos a Canadá y Estados Unidos dentro de un mismo mercado “Norte Americano”, dicho mercado representa el 74% de las ventas de todo el grupo ya que el mercado canadiense aumento su facturación en un 9% considerando la tasa compuesta de crecimiento anual para el periodo 2015-2019.

Como contrapartida, EMEA tuvo una tasa compuesta anual de crecimiento del 0,5% para el periodo 2015-2019 alcanzando ventas por USD 752m principalmente por un suave aumento de volumen de motocicletas comercializado en dicha región y mayores precios parcialmente contrarrestado por una devaluación de la moneda europea y una menor contribución de la

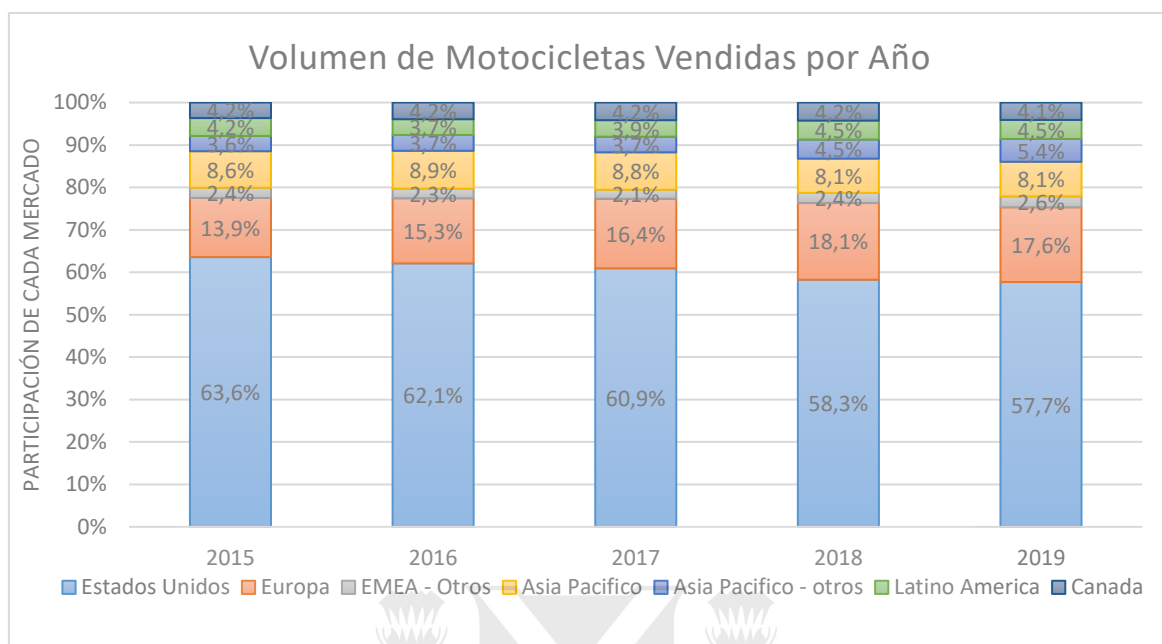
unidad de negocios de Servicios Financieros. En consecuencia, la participación de este mercado sobre el total de ventas aumento de 12% a 14% para el mismo periodo.

Por último, y en concordancia con la performance de la industria en general, el mercado que más creció en proporción a las ventas totales en estos últimos años fue “otros países” que aumento tu participación en 2% alcanzando el 7% de la facturación anual (8,2% sin considerar los ingresos financieros). Este último hecho, explica en gran medida el aumento de la participación en la facturación del Mercado Emergente a lo largo de estos últimos cinco ejercicios (ver gráfico 3) principalmente a través del Mercado Emergente Asiático y todo el potencial que existen en estos mercados que todavía no fueron explotados por la Compañía.

En línea con las ventas reflejadas en el estado de resultados de Harley – Davidson, y la industria y segmento en el que opera, el volumen de Motocicletas comercializado en 2019 se redujo un 4.3% comparado con el 2018 principalmente debido a un menor patentamiento de motos de más de 600 cilindradas en los Estados Unidos (-4,1% vs 2018) – ver sección Análisis de la Industria – donde HD tiene el 49.1% de la cuota de mercado y menor ventas en el mercado europeo “desarrollado” parcialmente compensado por mayor comercialización de motocicletas en países emergentes de Asia y Europa.

En el Gráfico a continuación podrán observar la tendencia a disminuir de los mercados desarrollados como lo son Estados Unidos y Asia Pacifico mientras que los mercados emergentes, Asia Pacifico – Otros, EMEA – Otros y Latino América, tomaron mayor preponderancia en los últimos 5 años.

Gráfico 8:



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

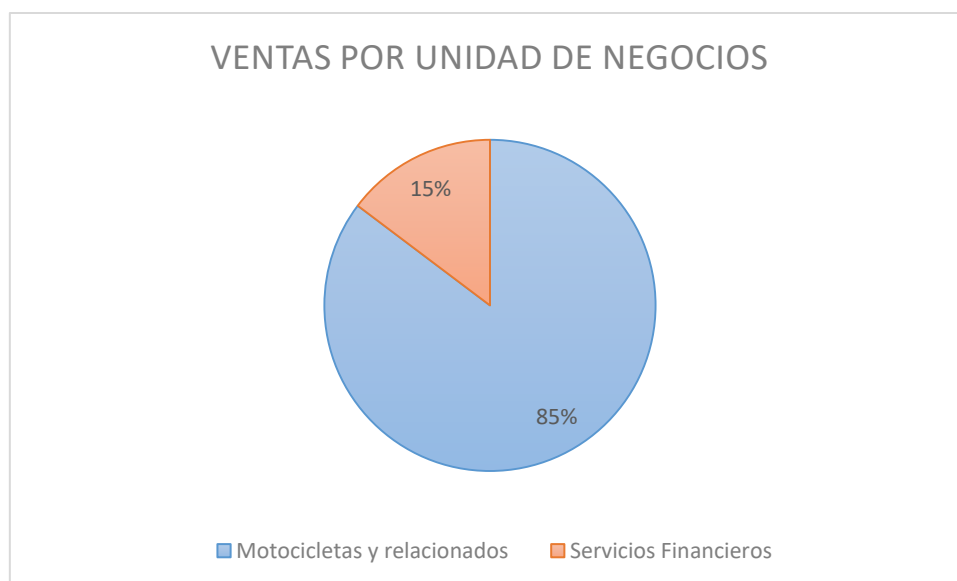
## Portafolio de Productos

Harley – Davidson, Inc tiene una amplia cartera de productos que incluye más de 30 modelos de motocicletas agrupados en 3 grandes segmentos, Cruiser, Sportster (Street) y Touring, principalmente destinado al mercado característico de HDMC que son las motocicletas de más de 600 cilindradas y menos a las 1.900 cilindradas.

De todas formas, la cartera comercial de HD no se detiene únicamente en sus *motocicletas*, ya que la Compañía también comercializa repuestos y accesorios, *merchandising*, patentes y *licencias* de la marca HD y otros nombres comerciales, sumado a la entidad financiera de la Compañía que reporta distintos ingresos financieros como *intereses*, *tarifas de servicios*, entre otros ingresos reportados.

En el gráfico a continuación se podrá observar la participación de cada unidad de negocios sobre las ventas totales de la Compañía en el ejercicio 2019.

Gráfico 9:



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015 – 2019 – Elaboración Propia

Motocicletas: Representan el 77% de los ingresos correspondientes a la unidad de negocio de HDMC con una facturación anual de USD 3.583m.

Como mencionamos con anterioridad, Harley Davidson segmenta sus motocicletas en 3 grandes grupos y cada uno de ellos busca satisfacer las distintas necesidades de los usuarios brindando una sensación de libertad única a los mismos.

- Cruiser compuesto por Softail, LiveWire™, Cov™, y Trike: Enfatiza el estilo, la personalización y la conducción informal.
- Sportster/ H-D Street: Elegantes y ágiles, con una actitud urbana auténtica, también utilizada para competencias y la posibilidad de alcanzar altas velocidades. Pueden ser utilizadas para viajes por carreteras.
- Touring: enfatiza la comodidad del conductor y la capacidad de carga e incorpora características como carenados y compartimientos de equipaje ideal para viajes de larga distancia.

Las principales características de las motocicletas ofrecidas por Harley Davidson, y que son un común denominador para los 3 grupos de motocicletas, son el estilo único, su diseño innovador, la variedad de colores, el sonido distintivo de sus motores, la calidad superior de las mismas, y la posibilidad de personalizar las motocicletas.

Históricamente HD compitió en la industria de motocicletas pesadas con una cilindrada mayor a los 600 cc y destinados al uso en rutas para largas distancias. Sin embargo, y en sintonía con la nueva estrategia del grupo, hoy el foco está puesto en competir en el segmento de las motos de calle, donde existe una clara posibilidad de crecimiento, manteniendo sus características como uno de los principales e icónicos jugadores de este mercado. Adicionalmente, en el 2019, HD lanzaron en 2019 la línea de LiveWire™, primera línea eléctrica de la Compañía, que tuvo una gran repercusión en el mercado.

Las Motocicletas Eléctricas son ahora una realidad para HD, pero las mismas llevaron muchos años de desarrollo desde que se concibió el proyecto en 2014. En estos años, se han pasado pruebas sin parar para recopilar los comentarios de los conductores y se ha trabajado en detalle tanto en la evolución del diseño como de la tecnología. En sintonía con lo recién mencionado, HD abrió un centro de investigación y desarrollo (I&D) en Silicon Valley con el único objetivo de diseñar y desarrollar la ingeniería de nuevos modelos eléctricos tanto de motocicletas como bicicletas.

En línea con la estrategia de la Compañía expresado a través del plan “new roads”, la intención es introducir nuevos modelos de motocicletas incluyendo motocicletas eléctricas adicionales (en 2019 se lanzó al mercado la primera de este tipo), motocicletas de peso medio que incluyen turismo de aventura, modelos personalizados, y streetfighter con cilindradas de 750cc a 1250cc; y motocicletas de desplazamiento de cilindradas más pequeñas para ciertos mercados emergentes.

En 2019, la Compañía anunció una alianza estratégica con Zhejiang Qianjiang Motorcycle, Co., Ltd. que respaldará el lanzamiento de una motocicleta Harley – Davidson más pequeña y accesible planificada para el mercado de China en 2020, y se espera que sigan mercados asiáticos adicionales. Se estima que estos modelos estarán disponibles a durante el periodo 2020-2022.

Partes & Accesorios: Representa el 16% de la facturación de HDMC con ventas anuales por USD 713m.

Harley Davidson ofrece una amplia línea de piezas y accesorios compuesto por piezas de motor (piezas de repuesto), y accesorios para la motocicleta originales tanto mecánicos como cosméticos con la finalidad de poder personalizar las mismas.

Entre otros accesorios, el usuario valora la posibilidad de obtener piezas y accesorios originales para personalizar la motocicleta según los gustos del mismo con:

- Audio y Electrónica.
- Bolsos, equipajes y bastidores.
- Frenos y Suspensión.
- Accesorios y adornos personalizados.
- Baterías.
- Manubrios, espejitos y pedales.
- Focos e iluminación.
- Productos de mantenimiento.
- Pintura
- Neumáticos y ruedas
- Accesorios para proteger la motocicleta como fundas y protector de motor.

Es importante destacar que estos productos ofrecidos por HD se pueden encontrar tanto en los locales de los distribuidores oficiales de Harley Davidson y a través de *ecommerce* (canal de comercio electrónico) en los principales mercados donde opera. En Estados Unidos, la Compañía opera un sitio de comercio electrónico que ofrece productos vendidos por distribuidores autorizados y también, tercerizado, a través de un famoso sitio de comercio electrónico. En Mercados Internacionales seleccionados, la Compañía utiliza sitios web de comercio electrónico de terceros adicionales.

Merchandising General: Representa el 5% de las ventas totales de HDMC en el 2019 con ventas por USD 238m.

La Compañía ofrece una línea completa de Merchandising incluyendo equipo y ropa para una experiencia completa de sus usuarios arriba de la motocicleta como también la ropa casual de la línea Genuine MotorClothes®.

Esta unidad de negocio ofrece un amplio rango de productos desde Cascos, Mascaras y guantes para protegerse en condiciones adversas, como anteojos, camperas de jean y de cuero, remeras, zapatillas, botas, remeras, buzos y relojes.

Licencias: Los ingresos provenientes de las licencias representan el 1% de los ingresos de HDMC con USD 36m en 2019.

Harley Davidson está comprometido en seguir afianzando la marca en el mercado, apalancada en su rica historia, para seguir aumentando el alcance de la misma tanto en sus clientes como en el público que no utiliza las motocicletas como medio de transporte. Es por ello, que la

Compañía licencio la marca “Harley – Davidson” y otras marcas comerciales para su uso en una gama de accesorios.

La Compañía posee y continúa obteniendo derechos de patente relacionados con sus motocicletas y productos y procesos relacionados para su producción. Cierta propiedad intelectual relacionada con la tecnología también está protegida, cuando corresponde, mediante acuerdos de licencia, acuerdos de confidencialidad u otros acuerdos con proveedores, empleados y otros terceros. La Compañía protege diligentemente su propiedad intelectual, incluidas las patentes y los secretos comerciales, y sus derechos a tecnologías y diseños innovadores y patentados. Esta protección, incluida la aplicación, es importante a medida que la Compañía avanza con inversiones en nuevos productos, diseños y tecnologías. Si bien la Compañía cree que las patentes son importantes para sus operaciones comerciales y, en conjunto, constituyen un activo valioso, el éxito del negocio no depende de ninguna patente o grupo de patentes. La cartera activa de patentes de la Compañía tiene una edad promedio de aproximadamente seis años. Un comité de revisión de patentes gestiona la estrategia y la cartera de patentes de la Compañía.

Las patentes y licencias de la Compañía al 31 de diciembre de 2019 son las siguientes:

- Harley – Davidson
- H-D
- Harley
- The Bar & Shield Logo
- MotorClothers
- The Motor Clothes Logo
- The Willie G Skull Logo
- Harley Owners Group
- H.O.G
- H.O.G logo
- LiveWire
- Softail
- Sportster

Otros Ingresos: Representa el 1% de las ventas totales de HDMC con una facturación anual de USD 48m en el 2019.



El segmento Otros Ingresos está compuesto principalmente por ingresos generados por venta de membresías al club de dueños (H.O.G), comisiones de alquiler de Motocicletas, venta de tickets y eventos en el museo HD, y otros ingresos y servicios misceláneos.

Con el objetivo de estimular las ventas y adecuarse a la feroz competencia en la Industria explicado por una variedad importante de productos, muchos de ellos importados de Japón, con precios muy competitivos los cuales son menores a los de Harley Davidson, la Compañía decidió establecer una nueva subsidiaria con el fin de promover financiamiento tanto a sus distribuidores como a los usuarios finales, entre otros productos, para así aumentar el nivel de actividad y no perder cuota de mercado ante sus competidores.

La Compañía considera su capacidad de ofrecer un paquete de servicios financieros mayoristas y minoristas en los EEUU y Canadá es una ventaja competitiva significativa.

Esto se explica en que los competidores en la industria de servicios financieros compiten por negocios basados principalmente por el precio mientras que HDFS compite en conveniencia, servicio, asociación de marca, relación con los distribuidores, experiencia en la industria, términos y precios.

Esta nueva subsidiaria, llamada Harley Davidson Financial Services (HDFS), es la otra unidad de negocios de Harley – Davidson, Inc. La misma reporto ingresos por USD 789m y una tasa compuesta de crecimiento anual del 3.5% en sus ingresos durante el periodo 2015 – 2019 permitiéndole aumentar su participación sobre las ventas totales en 3,2 puntos porcentuales de 11,5% en 2015 al 14,7% reflejado en el ejercicio fiscal del 2019.

Es importante destacar que, en los Estados Unidos y Canadá, HDFS financio el 66% y el 45% de las motocicletas vendidas por distribuidores independientes durante el 2019, respectivamente, en comparación con el 65% y el 40%, respectivamente, del 2018.

Los ingresos reflejados en el 2019 se segmentan en 3 grandes conceptos: Ingresos por Intereses, Otros Ingresos, e ingresos por servicio y securitization. Es importante destacar que el 86% de los ingresos de esta unidad de negocios, representando el 12% de las ventas totales del grupo, corresponden a ingresos por intereses mientras que el restante 14% de los ingresos de HDFS corresponden a tarifas de servicios y otros ingresos.

La Compañía presta 3 tipos de servicios:

Servicios Financieros Mayoristas: Este servicio se ofrece a los distribuidores de Harley – Davidson en Estados Unidos y Canadá. El mismo consta de financiamiento, servicio de cuentas por cobrar de inventario mayorista y los costos de convertirse en un distribuidor de Harley Davidson. A lo largo de 2019, todos los distribuidores de HD en los países mencionados a utilizado algún programa de financiamiento ofrecido por HDFFS.

Servicios Financieros Minoristas: Financiación minorista al usuario final, que consiste principalmente en préstamos a plazo para posibilitarles la compra de motocicletas Harley Davidson. Dichos productos se ofrecen en la mayoría de los concesionarios de los distribuidores en Estados Unidos y Canadá. En el resto de los mercados de HD, los distribuidores hacen alianzas con otras entidades financieras para garantizar acceso al financiamiento de sus usuarios.

Servicios de Seguros: HDFFS trabaja con ciertas compañías de seguros que ofrecen sus productos en los distintos puntos de venta de los distribuidores en Canadá y EEUU. Estos productos suelen ser seguros de motocicletas, contratos de servicio extendido, y protección de mantenimiento de motocicletas. Por otro lado, HDFFS también comercializa estos productos de manera directa para los propietarios de las motocicletas HD. Por último, HDFFS comercializa un paquete integral de servicios y cobertura de seguros comerciales para los distribuidores independientes de Harley Davidson.

¿Cómo se financia esta unidad de negocio?

La empresa cree que una estrategia de financiación diversificada y rentable es importante para cumplir con el objetivo de HDFFS de proporcionar crédito y, al mismo tiempo, obtener rendimientos y rentabilidades adecuados. Las operaciones de servicios financieros en 2019 se financiaron con deuda no garantizada, commercial paper no garantizado, asset-backed commercial paper, líneas crediticias con bancos sin garantizar, y títulos.

## *Instalaciones*

Harley – Davidson, Inc. Tiene activos al 31 de diciembre de 2019, dos oficinas corporativas, un centro de desarrollo de nuevo modelos, 6 plantas operativas - de las cuales 3 están en los

Estados Unidos y una en Sudamérica (Brasil) y otras dos en el sudeste asiático (India y Tailandia) – y dos oficinas de ventas. Es importante destacar la ubicación estratégica de las mismas, ya que las plantas de India y Tailandia están enfocadas en los mercados de Europa y Asia mientras que la Planta en Brasil está enfocada en el mercado Latino Americano.

Tabla 4

Propiedades	Entidad	Ubicación	Estado
Oficina Corporativa HDMC	HDMC	Milwaukee, EEUU	Propio
Oficina Corporativa HDFS	HDFS	Chicago, EEUU	Leasing
Centro de Desarrollo	HDMC	Wauwatosa, EEUU	Propio
Planta de producción de Motocicletas	HDMC	Menomonee Falls, EEUU	Propio
Planta de producción y pintura de Repuestos y Partes	HDMC	Tomahawk, EEUU	Propio
Planta de ensamblaje y producción y pintura de repuestos	HDMC	York, EEUU	Propio
Planta de producción de ciertos modelos destinados al mercado Asiático y Europeo	HDMC	Rayong, Tailandia	Propio
Planta de Ensamblaje de ciertos modelos para el mercado Brasileño	HDMC	Manaus, Brasil	Leasing
Planta de ensamblaje de ciertos modelos para el mercado Indio y de los modelos Sportster para mercados internacionales	HDMC	Bawal, India	Leasing
Oficina de ventas Mayoristas y Minoristas	HDFS	Texas, EEUU	Leasing
Oficina de ventas minoristas	HDFS	Carson City, EEUU	Leasing

Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

Es importante destacar que HD es dueño de la mayoría de las plantas que tiene operativas, mientras que las nuevas plantas y oficinas que fue adquiriendo en los últimos años se compraron a través de un leasing (arrendamiento financiero) que le brinda un bajo costo financiero y un beneficio fiscal.

Es importante destacar que la Compañía cerró dos instalaciones en el 2018, una en Kansas, EEUU y otra en Adelaide, Australia, que fueron reemplazadas por operaciones en la planta de York, Pensilvania. Esta operación trajo aparejado ciertos costos adicionales de reestructuración y una reducción neta de 450 empleados.

## COVID-19

Según la OMS los coronavirus son una extensa familia de virus que pueden causar enfermedades tanto en animales como en humanos. En los humanos; se sabe que varios coronavirus causan infecciones respiratorias que puede ir desde un resfriado común hasta enfermedades más graves como el síndrome respiratorio de Oriente Medio (MERS) y el síndrome respiratorio agudo severo (SRAS). El coronavirus que se ha descubierto recientemente causa la enfermedad por coronavirus COVID-19.

La COVID-19 es la enfermedad infecciosa causada por el coronavirus que se ha descubierto más recientemente. Tanto el nuevo virus como la enfermedad eran desconocidos antes que estallara el brote en Wuhan (China) en diciembre de 2019.

El principal problema de este virus no es su tasa de mortalidad – mucho más baja que el SRAS – sino la rápida propagación del mismo, y puede derivar en una pandemia mundial.

En consecuencia, la actividad económica mundial está sufriendo una desaceleración importante que de seguro derivara en menor actividad económica y, por ende, posiblemente, en una recesión mundial. En muchos países, especialmente aquellos más afectados por el brote, se ha declarado una cuarentena obligatoria en la sociedad y solo siguen funcionando aquellas industrias consideradas esenciales.

## Riesgos

Harley – Davidson, como toda Compañía, al operar en mercados se expone a distintos riesgos endógenos y exógenos, los cuales pueden repercutir en el satisfactorio desarrollo de la estrategia y en la performance de la empresa, tanto en las ventas como en los márgenes como así en su distribución y aprovisionamiento de materia prima. Estos riesgos, que identificaremos a continuación, incluyen riesgos de la industria en la que opera, de la economía global, de imposición de tarifas y barreras comerciales, de reputación, de diferencia cambiaria, laborales, seguridad de información, entre otros.

- No poder ejecutar con éxito los distintos planes y estrategias comerciales a corto y largo plazo: Nada asegura que la Compañía pueda ejecutar satisfactoriamente los distintos planes y estrategias, incluyendo la estrategia de “More Roads” ya que depende de distintos factores exógenos como impactos negativos en sus operaciones y demanda de sus productos generados conflictos políticos y tarifas que afectan directamente en los precios como el esparcimiento de enfermedades como el COVID-19, que pueden afectar principalmente a aquellos mercados donde se busca desarrollar con pequeñas y medianas motocicletas (Mercado Asiático), el desarrollo de la economía global, el desenlace de la guerra comercial entre Estados Unidos y China, fortalecimiento del dólar estadounidense frente a otras monedas, entre otros, y factores endógenos referidos a cumplir con las expectativas con respecto a la demanda del mercado de modelos

electrónicos, de peso mediano, y de pequeño desplazamiento, llevar a cabo con éxito sus operaciones globales de fabricación y ensamblaje, desarrollar y producir nuevos productos para satisfagan los cambios de gustos en la demanda y los mercados nuevos, reducir costos para compensar costos del plan “new roads”.

- La estrategia de incrementar el número de motociclistas en los Estados Unidos puede no tener éxito: Uno de los mayores desafíos para HD ya que el mercado de motocicletas pesadas se encuentra estancado, disminuyendo las registraciones anuales debido a una menor demanda en los últimos años, y se prevé que la tendencia continúe en los próximos años. Incluso, aumentar el número de motociclistas en EEUU y los mercados internacionales puede no ser suficiente para alcanzar el numero deseado de motocicletas vendidas para el 2027.
- No ser competitivo: La aptitud de HD para seguir siendo competitivo depende principalmente de su capacidad de desarrollar para desarrollar e introducir con éxito productos nuevos e innovadores que se distingan de la competencia por su estilo único y tecnología demandada por el cliente. El desafiante objetivo de lanzar 100 modelos nuevos de alto impacto implica cuidar la propiedad intelectual de HDMC, adecuarse a las distintas regulaciones de los distintos mercados, y satisfacer demanda con productos más sustentables que generen una menor cantidad de gases y un uso eficiente del combustible.
- Cambios en las condiciones económicas generales: los productores tienen poco control sobre cambios económicos globales como condiciones de mercados, menor oferta de créditos, menor demanda del consumidor, eventos políticos, u otros factores, que afectan el nivel de ventas de la industria.
- Competitividad en la Industria: La Industria de Motocicletas se ha vuelto cada vez más competitiva. La mayoría de los competidores de HD tienen un portafolio de productos más diversificado que les permite competir en todos los segmentos del mercado de motocicletas, otros mercados de deportes motorizados e incluso en la industria Automotriz. Por otro lado, mucho de los competidores de HDMC están basados en países afuera de los Estados Unidos y están experimentando una ventaja en precios sobre HDMC explicado por el fortalecimiento del dólar estadounidense en relación a la

moneda de origen en los últimos ejercicios fiscales. Este no es un dato menor ya que HDMC se caracteriza por tener un precio minorista mayor al de su competencia, y el precio aumento su preponderancia como factor de decisión de compra.

- Expandir las ventas y operaciones internacionales expone a HDMC a riesgos que pueden tener efectos adversos en el negocio: La Compañía debe aumentar presencia en mercados internacionales y eso se traduce en más empleados e inversión en infraestructura y operaciones. Esto trae aparejado mayores riesgos exógenos a la compañía como inestabilidad política y económica, adaptarse a nuevos mercados laborales, imposición de aranceles extranjeros, barreras comerciales, impacto de regulaciones extranjeras y en simultaneo cumplir con las regulaciones de EEUU para operaciones en el exterior, entre otras cosas. Actualmente estamos en un contexto de cambios en las políticas comerciales con distintas medidas proteccionistas que se traducen en mayores impuestos y por ende mayores costos operativos.
- El éxito de la estrategia está estrechamente ligado al continuo fortalecimiento de la marca Harley – Davidson: La Marca ha contribuido significativamente al éxito del negocio por lo que mantener y expandir la marca es fundamental para tener un mayor alcance y aumentar la base de clientes. El hecho de no proteger la marca de posibles transgresores e infractores puede tener un efecto adverso en el negocio y resultado de las operaciones.
- Seguridad de la Información: cualquier violación de ciberseguridad puede afectar la reputación, ventas y ganancias de la empresa. La Compañía ha implementado distintos procesos y procedimientos para proteger la información propia, información personal de los clientes, proveedores, entre otros, del acceso no autorizado y para evitar la pérdida de datos. Sin embargo, los riesgos de ciberseguridad están en constante evolución por lo que la compañía no está exenta de estos riesgos.
- Riesgos de Mercado: La Compañía vende sus productos en los distintos mercados internacionales por lo que está expuesto a riesgos de cambio en el tipo de cambio, en el precio de los commodities y variaciones en la tasa de interés. Las ventas de la Compañía son en la moneda local del país extranjero y, es por eso, que un debilitamiento de esas monedas extranjeras en relación al dólar estadounidense puede

afectar negativamente el margen de ingresos de la Compañía. Además, muchos competidores basados fuera de los EEUU tienen un beneficio financiero por el fortalecimiento del dólar que les permite reducir sus precios en los estados unidos. HDMC también está expuesto a riesgos en cambio en el precio de los commodities que afectar en parte el precio de su materia prima, y a las tasas de interés ya que las altas tasas reducen la posibilidad de financiamiento de sus clientes minoristas.

- Fuerza Laboral: el éxito de la Compañía depende de su continua capacidad para identificar, contratar, desarrollar, motivar, retener y promover personal calificado para todas las áreas de su organización y ejecutar acciones de reorganización de manera efectiva dentro de los costos esperados y obtener beneficios esperados de esas acciones. Por otro lado, deben manejar con mucha cautela la relación con los distintos sindicatos especialmente para llevar a cabo la apertura, cierre, expansión, contratación o reestructuración de sus instalaciones.
- Estacionalidad: Los productos comercializados por HDMC tienen una demanda estacional muy marcada principalmente por las condiciones climáticas, siendo temporadas de demanda la primavera y el verano donde hay mejores condiciones para la utilización de las motocicletas. Malas condiciones climáticas afectan directamente las ventas de la Compañía.
- Efecto Invernadero: Las operaciones de HDMC pueden verse afectadas por cambios en las regulaciones respecto a la emisión de gases de efecto invernadero y cambio climático. La producción de motocicletas implica la utilización de distintas fuentes de energía, electricidad y gas natural, por lo que las distintas instalaciones producen gases de efecto invernadero que pueden ser expuestas a nuevas regulaciones y por ende a mayores costos operativos.
- Gobierno Corporativo y Practicas Éticas: La Compañía tiene que mantener la confianza de sus accionistas en el directorio a través de buenas prácticas de Gobierno Corporativo y Ética Operativa. También existe un manual de conducta comercial que aborda cuestiones de confidencialidad, conflicto de intereses, y el trato justo. No mantener una buena reputación de Gobierno Corporativo tendría efectos adversos en el negocio.

## Análisis de la Industria

### *Contexto Económico Global*

La Economía Global se vio afectada por distintos factores adversos durante 2019 y, por ende, el crecimiento del GDP global (PBI Global) de 2.3% fue la más lenta de los últimos años. En los países integrantes del G7, Japón fue el único en continuar desarrollando su economía. Los países del BRIC tampoco pudieron escapar de las consecuencias de la desaceleración económica por lo que sus tasas de crecimiento fueron menores al 2018.

La eurozona registro una desaceleración de crecimiento económico debido a una menor producción industrial, aunque economías importantes de la región continuaron reflejando crecimiento como Alemania (+0,6%), Francia (+1,3%), Italia (+0,2%) y España (+2,0%) empujado por las exportaciones, el consumo privado, y un ligero aumento en el gasto del sector público. También es importante destacar que los niveles de desempleo siguieron reduciéndose y la tasa de desempleo está en mínimos desde la crisis del 2008. En un contexto de desaceleración económica y bajos niveles inflacionarios, el Banco Central Europeo ha decidido reanudar su programa de compra de valores y reducir aún más las tasas de interés.

Respecto al desempeño económico del Reino Unido estuvo dominado por la continua incertidumbre con respecto a los términos del “Brexit” y, por lo tanto, la relación futura del Reino Unido con la Unión Europea. A pesar de una ligera baja del nivel de desempleo, el consumo privado no mejoró considerablemente mientras el gasto publico incremento sustancialmente con el objetivo de contrarrestar una posible baja de la actividad económica como consecuencia del “Brexit”. El crecimiento económico se redujo por 5 año consecutivo con una variación positiva del 1,4%.

El PBI – Producto Bruto Interno – también conocido como GDP por sus siglas en ingles aumento un 2.3% en los Estados Unidos durante 2019. Esto fue el décimo año consecutivo de crecimiento económico para la potencia del norte. Una vez más, la demanda interna proporciono el impulso para el crecimiento a través de un mayor gasto privado y un gasto publico que se incrementó considerablemente. El mayor consumo se explica por el desempleo en niveles históricos mínimos y por un aumento de sueldos. Sin embargo, es importante destacar, que los niveles de inversión por parte de las empresas se redujeron, las exportaciones se estancaron y la producción industrial sufrió una importante contracción. El débil crecimiento económico



combinado con una tasa de inflación moderada de 1,8% anual fueron los factores determinantes para que la FED – Federal Reserve Board – reduzca de manera agresiva las tasas de interés a lo largo del 2019.

El crecimiento en China fue del 6.1% durante el 2019 reduciendo la velocidad del crecimiento principalmente por un menor consumo privado y el conflicto comercial con los EEUU que provoco un aumento en los precios de importación y enfrió las exportaciones y, por ende, se tradujo en una mayor tasa de inflación anual que impacta directamente en la capacidad de compra del sector privado. Adicionalmente, el nivel de inversión se redujo en el 2019. También es importante destacar que los EEUU impuso distintos impuestos y tarifas a los productos de origen chino, que impactó en sus exportaciones, y ralentizó su economía. En consecuencia, el Gobierno Chino tomó distintas medidas fiscales y monetarias para evitar el rápido enfriamiento de la economía.

En Japón el PBI creció 0,7% durante el 2019 principalmente debido a un aumento interanual moderado del consumo privado que fue parcialmente contrarrestado por el aumento del impuesto al valor agregado. El gasto público aumentó considerablemente impulsando la economía nacional. De todas formas, es importante destacar la reducción de las exportaciones como consecuencia del conflicto comercial entre EEUU y China.



Universidad de  
*Precio de materia prima y energía*  
San Andrés

La industria está muy apegada al precio de los commodities ya que muchos de ellos son insumos necesarios para la producción de los vehículos como mucho de sus componentes. Adicionalmente, el precio de la energía tanto eléctrica como el petróleo impacta directamente en los costos de producción como también en la demanda del producto final.

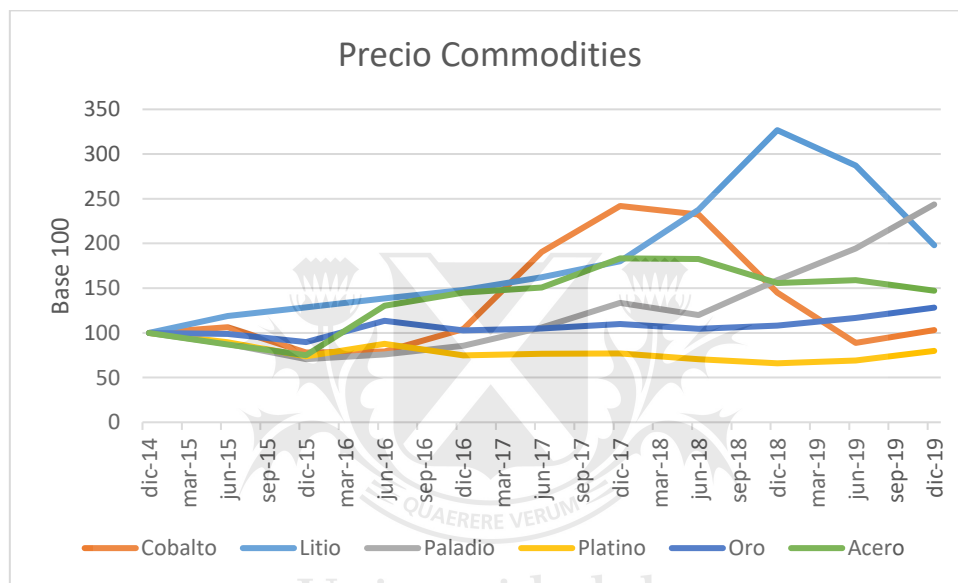
La creciente incertidumbre con respecto a la economía mundial ejerció presión sobre el precio de los commodities. Esto impacta directamente a la industria ya que tanto ellos como sus proveedores demandan activamente grandes cantidades de acero, aluminio, litio, cobalto, paladio, rodio, petróleo, entre otros.

En este contexto, los precios de metales preciosos y no ferrosos aumentaron ligeramente. El paladio y el rodio, que se utilizan principalmente en convertidores catalíticos, fueron la expresión a la tendencia y aumentaron sus precios significativamente.

Los precios del litio y del cobalto, que se utilizan como materia prima en las baterías, bajaron sus precios en 2019 en comparación con los altos precios del año anterior. Adicionalmente, la baja en los precios se explicó por una mayor oferta de los mismos cuando la demanda bajo significativamente en línea con el contexto global.

En sintonía con el resto de los metales, el acero también tuvo una baja en el precio.

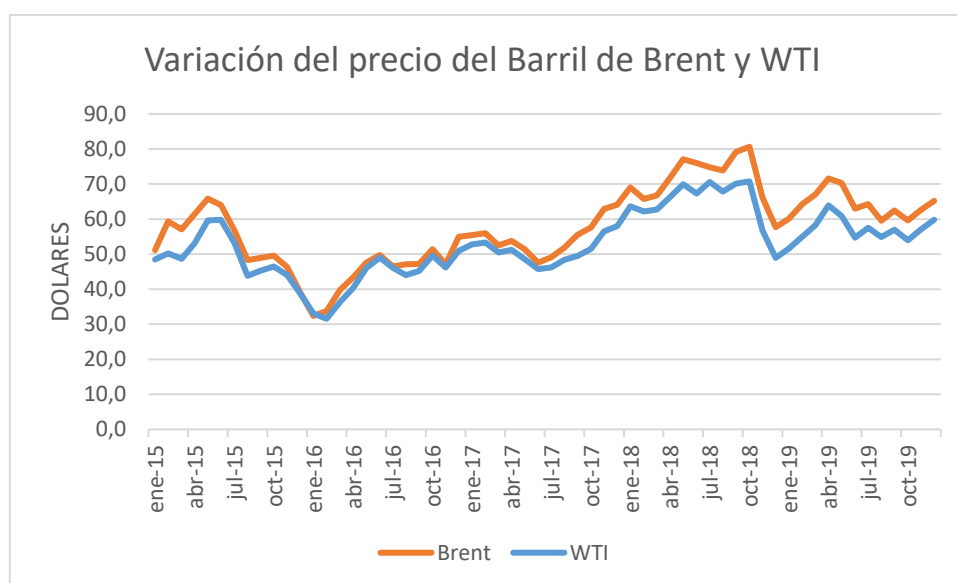
Gráfico 10



Fuente: London Metal Exchange y Market Business Insider – Elaboración Propia

A pesar de algunos riesgos, los mercados petroleros estuvieron relativamente tranquilos en 2019. El ataque con drones a las instalaciones de producción de petróleo en Arabia Saudita provocó un aumento significativo de los precios a corto plazo, pero tuvo poco impacto en los precios a mediano plazo. El precio promedio del barril de Brent bajó de 72usd a 64usd en el 2019 mientras que el WTI – precio del barril de petróleo de referencia en Estados Unidos – transitó el 2019 con un precio promedio de USD57 por barril.

Gráfico 11



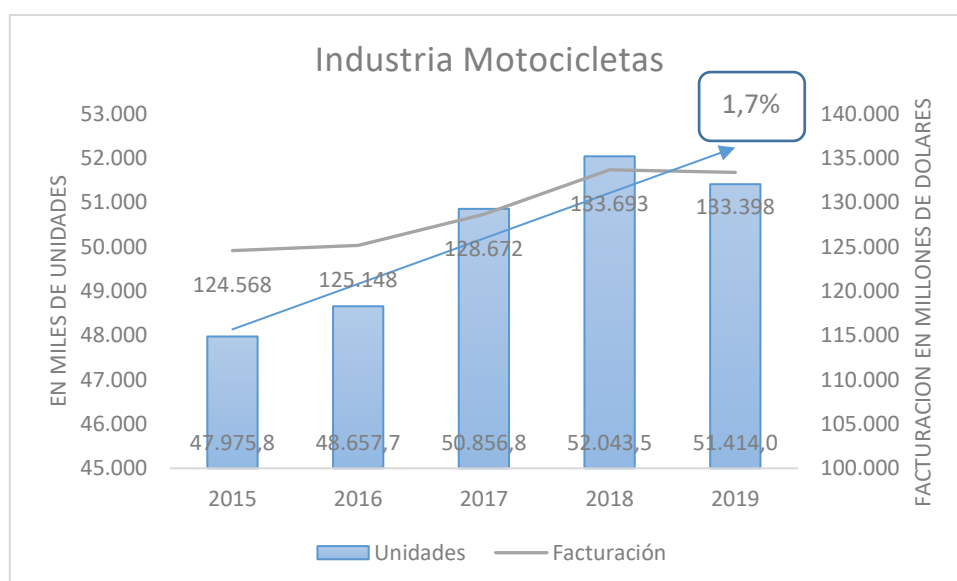
Fuente: Market Insider – Elaboración Propia

### Industria de la motocicleta

La industria de motocicletas se incluye dentro de la industria automotriz, industria que se encuentra en una etapa madura donde el crecimiento de la misma está más aproximado al crecimiento de la economía y donde el enfoque de sus participantes está en ganar cuota de mercado.

En el año 2019 se han comercializado alrededor de 51,4 millones de unidades de los distintos segmentos representando un mercado de USD 133,4 mil millones. La tasa compuesta de crecimiento anual en unidades es del 1,7% para el periodo 2015-2019 principalmente fomentado por una mayor demanda en países con India, China, Vietnam, Indonesia y Tailandia que componen el 45,8% de la facturación anual de la industria. Por su parte, Harley Davidson, representa el 3,6% de las ventas globales anuales de la industria con USD 4.572 millones.

Tabla 12



Fuente: Statista – Reporte de la Industria Motociclista

Los segmentos se suelen diferenciar por el tamaño de la cilindrada o por de manera simplificada por motos de pesos liviano (hasta 250cc), medio (entre 250cc y 600cc) y pesadas(+600cc). Es importante destacar que aproximadamente 49 millones de unidades corresponden al segmento de motocicletas de peso liviano y medio.

Es una industria altamente competitiva que, si bien tiene altas barreras de entrada ya que se necesita una inversión significativa en activos fijos y altos costos logísticos, también se deben considerar la demanda estacional, las distintas regulaciones de cada mercado donde opera, y la sensibilidad en el precio como los principales factores. Adicionalmente, existen grandes grupos económicos que no solo producen y comercializan motocicletas, sino que también comercializan autos convencionales, deportivos, camionetas y camiones, por lo que tienen una mayor absorción de costos fijos por su economía de escala, y muchos de ellos se encuentran radicado fuera de los Estados Unidos por lo que se benefician ante un fortalecimiento de la moneda americana logrando una mayor penetración en un mercado difícil como el americano.

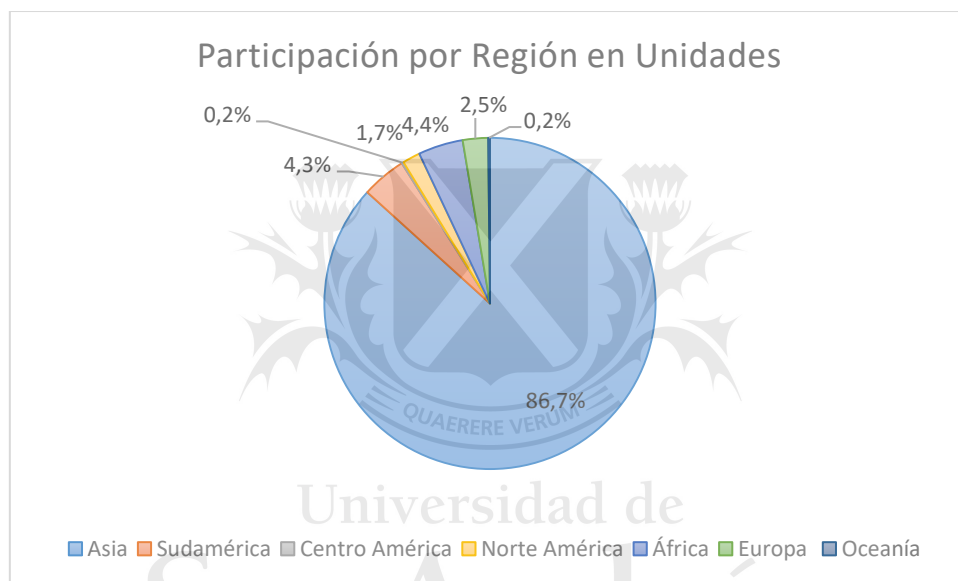
Los principales factores que afectan la demanda son las tendencias económicas y demográficas, los cambios en las regulaciones de cada mercado, la innovación tecnológica, la tendencia de los precios (principalmente en el segmento de pequeñas motocicletas que pueden ser un bien sustituto al automóvil), y por iniciativas gubernamentales para incentivar el uso de las bicicletas y motocicletas eléctricas.

En los últimos años, existe una tendencia a que la industria crezca en los países emergentes y que comience una desaceleración o incluso una suave disminución de las ventas en unidades de

aquellos países desarrollados. El siguiente gráfico muestra la situación de la industria en los Estados Unidos donde cada vez existe una menor demanda de motocicletas:

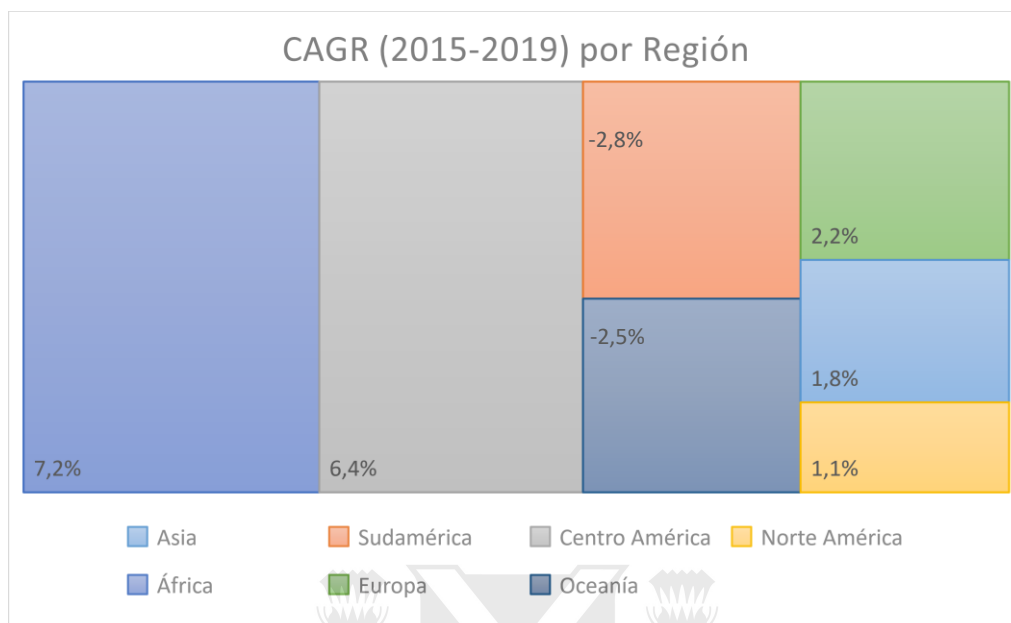
Como se puede observar en el siguiente gráfico, la demanda de motocicletas está ampliamente liderado por el continente asiático con una participación del 87%, seguido por África, Sudamérica y Europa. Es importante destacar que aproximadamente el 70% de la demanda en los estados unidos corresponde al segmento de motocicletas pesadas (+600cc).

Gráfico 13



Se estima que la demanda de motocicletas aumente para el 2022 alcanzando los 60 millones de unidades anuales por un mayor crecimiento en las regiones emergentes como Centro y Sudamérica, África y Oriente, Europa del Este y Asia.

Tabla 14



*Fuente: Reporte 2015-2019 Statista – Crecimiento en Unidades por Región*

Las ventas de motocicletas a nivel global crecerán por:

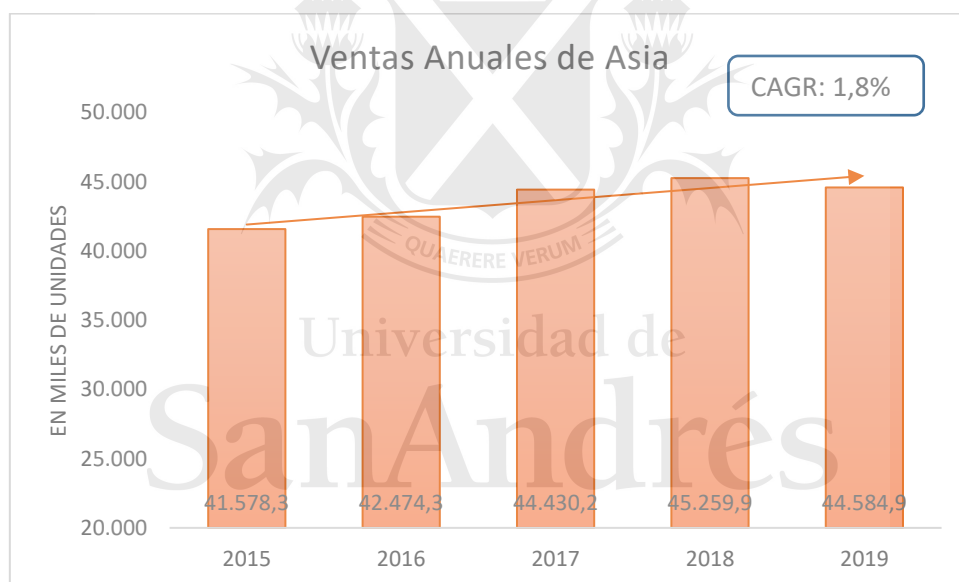
- Un mayor uso de motocicletas para uso “recreacional” impactando en los modelos Touring, Racing, y Off-Road, y por una mayor demanda para el uso diario como alternativa de transporte.
- Mayor oferta de modelos accesibles en mercados emergentes y la introducción de modelos “tope de gama” en los mercados desarrollados.
- Expansión y mejores condiciones de las autovías en los mercados emergentes.
- Cambios en las preferencias del consumidor que se inclinan por las bicicletas y motocicletas eléctricas.

A medida que la economía mundial siga con una tendencia de crecimiento, los productores pueden aprovechar el mayor ingreso en dichos mercados emergentes para satisfacer las necesidades de transporte básico. Esta tendencia también alentará un cambio gradual hacia productos más sofisticados en muchos mercados emergentes.

### *El Mercado Asiático*

Asia comprende aproximadamente el 87% de la industria motociclista y se espera que en los próximos años esta tendencia continúe de la misma manera (CAGR 2015-2019 de ventas en unidades de 1,8%) ya que si bien China puede verse afectado por la guerra comercial con los Estados Unidos, existen otros países emergentes como India, Indonesia, Malasia, Myanmar, Pakistán, Filipinas, Corea del Sur, Taiwán y Tailandia, que continúan incrementando la demanda de estos bienes y por ende ofreciendo nuevas oportunidades a los participantes de la industria. Sin ir más lejos, India tiene un mercado de alrededor de 20 millones de unidades anuales mientras que Indonesia tiene un volumen anual de aproximadamente 6 millones de unidades.

Tabla 15



Fuente: Statista - Reporte Industria por Región.

La perspectiva de que las ventas aumenten en los próximos años se basa en:

- Crecimiento económico en la región, mejoras en la calidad de vida, e inversión gubernamental adicional en comunidades rurales.
- Saturación del transporte público en la región.
- Bien sustituto al automóvil.
- Gran cultura motociclista en dichos países y aumento de la popularidad de los deportes en motocicletas.

- Aumento de demanda de bicicletas y motocicletas eléctricas especialmente en Japón, India y Taiwán.
- Mayor demanda por parte del género femenino.

Por estas diversas razones Asia ofrece distintas oportunidades de negocio a todos los participantes de la industria y si bien la venta de motos livianas contabilizara la mayor parte de las ventas regionales también se espera que crezca la demanda de motocicletas de alto rendimiento relacionadas al segmento de peso medio y pesado donde participa históricamente Harley Davidson.

El mayor desafío de los productores de motocicletas, medianas y pesadas será aprovechar la cultura de las motocicletas en esta región y ofrecer sus productos con una finalidad deportiva o recreacional. Además, acompañado por el crecimiento económico de la región, muchos usuarios con mayores ingresos intentaran obtener este tipo de motocicletas pesadas o de alta gama ya que son un símbolo de estatus y la creciente popularidad de los deportes de motocicletas estimula el interés del consumidor en este segmento.

### *Motocicletas Eléctricas*

El segmento de motocicletas eléctricas es aquel con mayor tasa compuesta anual de crecimiento (CAGR o TCCA) estimado para los próximos 5 años de la industria. Según indican los análisis de IHS Markit, la tasa de crecimiento hasta el 2022 de los vehículos eléctricos es del 16%.

El aumento de demanda de este tipo de productos está sustentado en principio por una mayor demanda en países desarrollados como el mercado Norte Americano y Europa occidental ya que existe una mayor infraestructura que facilita la carga de este tipo de vehículos (muchos grandes surtidores de energía convencional están adquiriendo compañías de carga eléctrica), tienen un menor costo de mantenimiento, tienen un precio de mercado suavemente por debajo de aquellas de combustión interna ofreciendo un rendimiento cada vez más similar, mayor oferta de productos y de mayor desempeño, y nuevas regulaciones que alientan el consumo de este tipo de producto con beneficios fiscales y estipulando años límites para movilizarse con vehículos de combustión interna (estimado para 2040). Por otro lado, los productores de estas motocicletas también se verían beneficiados, no solo por la mayor demanda, posicionándose como productores de motocicletas de alta calidad y confiables, con un amplio portafolio de productos que cubra las distintas necesidades del consumidor, publicitar los distintos beneficios



ambientales por el uso de este tipo de vehículo y a su vez beneficiarse impositivamente por los Gobiernos que están impulsando los vehículos de energía alternativa. Adicionalmente, aquellos productores de bicicletas eléctricas se verían beneficiados ampliando el rango de consumidores ya que las mismas no deben ser registradas, y el usuario no debe tener una licencia que lo autorice a utilizarla, es por eso que muchos jóvenes y adultos mayores, estarían habilitados y accederían a este tipo de producto.

### *Harley Davidson en la Industria*

La oferta actual de motocicletas Harley – Davidson de la Compañía incluye modelos Touring y Cruiser que presentan un estilo único, un diseño innovador, un sonido distintivo, y una calidad superior con la capacidad de personalizarse. Las motocicletas Harley Davidson generalmente presentan motores con desplazamientos superiores a 600cc, hasta un desplazamiento máximo de aproximadamente 1.900cc. Además, la Compañía presentó su primer modelo eléctrico, la LiveWire™, en el 2019.

La industria de motocicletas de carretera se compone de la siguiente gama de modelos:

- Cruiser: enfatiza estilo, la personalización y la conducción informal.
- Touring: enfatiza la comodidad del conductor y la capacidad de carga e incorpora características como carenados y compartimientos de equipaje ideales para viajes largos.
- Standard: Una motocicleta básica que generalmente posee asientos verticales para uno o dos pasajeros.
- Sportbike: Incorpora tecnología y rendimiento de carrera con un estilo aerodinámico y posición de conducción.
- Dual: diseñado con la capacidad de utilizarse en la carretera, así como para uso recreativo.

Como mencionamos anteriormente, HDMC compite principalmente en la gama de modelos Cruiser y Touring. A diferencia de los segmentos de motocicletas livianas y peso medio, la competencia en el segmento de motocicletas pesadas se basa en una serie de factores que incluyen capacidades y características del producto como estilo, precio, calidad, confiabilidad, garantía, disponibilidad de financiamiento, y calidad de las redes de distribuidores que venden

los productos. La Compañía cree que sus motocicletas suelen tener un precio Premium en relación a con las motocicletas de la competencia ya que es un producto de alta gama con una baja elasticidad precio de la demanda ya que estas motocicletas presentan un estilo notable, personalización, innovación, sonido, calidad, confiabilidad y una garantía de uso por dos años. Asimismo, cuenta con distintas ventajas competitivas como la disponibilidad de una línea de repuestos y accesorios, disponibilidad de financiamiento y una red global de distribuidores independientes.

En el 2019, los mercados de EEUU y Europa representaron aproximadamente el 75% del total de ventas minoristas de la Compañía. Los otros mercados más importantes son Australia, Canadá y Japón.

El segmento de mercado en el que opera principalmente la compañía incluye motocicletas de carretera con motores de combustión interna con desplazamientos mayores a 600cc y motocicletas eléctricas con equivalentes de potencia pico de kilovatios (kW) mayores a 600cc.

En los Estados Unidos, las ventas correspondientes a este segmento del mercado (>600cc) representaron aproximadamente el 76% de las ventas totales del 2019, según nuevas unidades registradas. A su vez, los segmentos Cruiser y Touring representaron aproximadamente el 70% de las ventas en el segmento de motos pesadas o de más de 600cc.

Harley Davidson ha sido el líder histórico de participación de mercado en la porción del segmento +600cc del mercado estadounidense. Según el siguiente grafico hecho con información provista por el “motorcycle industry council” la participación de mercado de HD en el mercado estadounidense (+600cc) es de aproximadamente del 50%. El promedio de los últimos 5 años es de una participación del 50.2%.

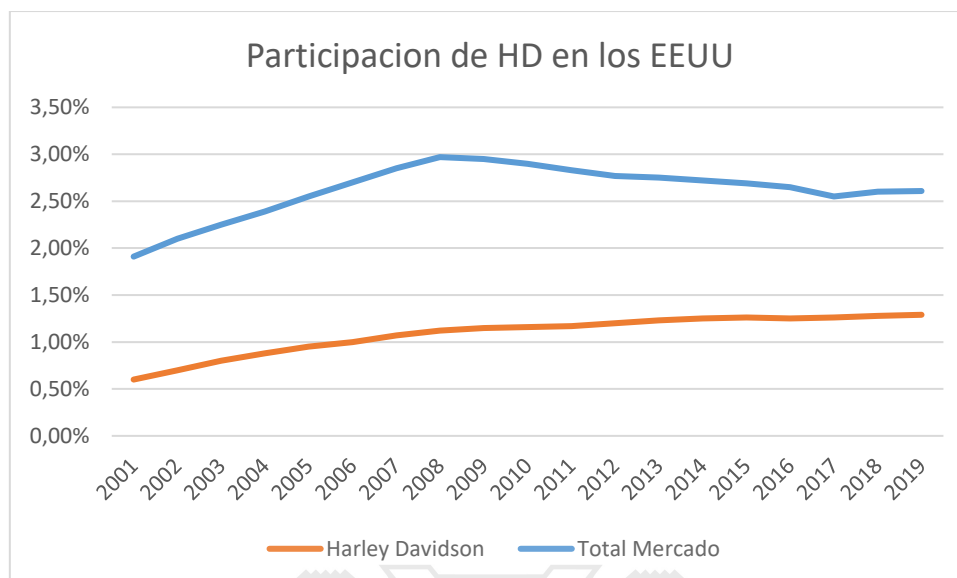
Tabla 5

Mercado Estadounidense	2015	2016	2017	2018	2019
Nuevas Registros	328.800	311.700	288.802	263.750	252.842
Nuevas Harley Davidson registradas	165.100	159.500	146.493	131.064	124.040
Participacion de Mercado de HD	50,2%	51,2%	50,7%	49,7%	49,1%

Fuente: Motorcycle Industry Council – Elaboración Propia

El siguiente grafico muestra la relación entre dueños de motocicletas Harley Davidson en los Estados Unidos sobre la totalidad de dueños de motocicletas en los Estados Unidos sin considerar el tamaño (cilindrada) de las motocicletas.

Gráfico 16



Fuente: Reporte HD Estrategia 2017-2022

El mercado europeo en el segmento +600cc es más extenso que el americano considerando más de 16 países, principalmente todos aquellos que forman parte de la unión europea, UK y algunos países de Europa del este. Este segmento del mercado europeo comprende aproximadamente 426.000 unidades al año y que viene creciendo año a año con una TCCA del 4,4% de los últimos 3 ejercicios y del 4,9% si consideramos los últimos 5 ejercicios. Es importante destacar que, en el mercado europeo, si bien es más extenso, existen diferentes preferencias de los consumidores. Por ejemplo, los modelos Touring y Cruiser solo comprenden un 20% de este segmento del mercado (+601cc) mientras que las adventure touring, las streetfighter y las “standard” tienen mayor participación de mercado. Estos últimos 3 modelos comprenden aproximadamente el 70% del mercado europeo en el segmento de motocicletas pesadas.

Es importante destacar que si bien la participación en el mercado europeo de Harley – Davidson está decreciendo suavemente ubicándose en 9% en el 2019, se estima que se podrá incrementar considerablemente con los nuevos productos por lanzar en 2020.

Tabla 6

Mercado Europeo	2015	2016	2017	2018	2019
Nuevas Registros	351.800	391.900	390.619	397.669	425.998
Nuevas Harley Davidson registradas	37.000	42.300	38.115	40.930	37.813
Participación de Mercado de HD	10,5%	10,8%	9,8%	10,3%	8,9%

Fuente: Agencia ACEM – Elaboración Propia

Según la estrategia de la Compañía, los esfuerzos están direccionados en introducir nuevos modelos, incluidos motocicletas eléctricas adicionales, nuevas motocicletas de peso medio que incluyen turismo aventura, streetfighter y personalizados con cilindradas que varían entre 750cc y 1250cc; y motocicletas de desplazamiento más pequeñas para ciertos mercados emergentes.

De esta manera HD estima que volcando nuevos productos en el mercado ampliara el umbral en el que compite actualmente (+600cc) tanto en el mercado americano como europeo del 35% al 85% teniendo mayor presencia en dichos mercados y, por ende, un mayor nivel de actividad reflejado en ventas. Esto se debe a los nuevos modelos que saldrán a la venta de “Adventure Touring”, “Streetfighter” y las motocicletas de alto rendimiento.

Tabla 7



\*data y análisis basado en informes de IHS Markit Migration Data Base for New Motorcycles +601cc considerando la categoría de productos actual.

\*\* data y análisis basado en informes de IHS Markit Migration Data Base for New Motorcycles +601cc considerando la categoría de productos futura.

\*\*\* data de Europa información obtenida de informe presentado por ACEM e incluye a los países desarrollados del continente.

Adicionalmente, si bien HDMC históricamente nunca participa en los segmentos de motocicletas livianas y de peso medio – salvo por pequeñas excepciones – tiene estipulado entrar a competir en estos segmentos en los mercados emergentes a través de pequeñas motocicletas en Asia y con bicicletas y motocicletas de peso liviano y medio en los distintos mercados. Este mercado es de aproximadamente 49 millones de unidades al año de los cuales el 94% está destinado a

mercados emergentes como el asiático mientras que el 6% restante corresponde a economías de mercados desarrollados como el europeo, Japón y Estados Unidos.

En 2019, la compañía anuncio una alianza estratégica con Zhejiang Qianjiang Motorcycle Co, Ltd, que respaldara el lanzamiento de una motocicleta más pequeña y accesible planificada para el mercado de China en 2020, y se espera que se expanda a mercados asiáticos adicionales. También se espera presentar nuevos modelos entre el 2020 y el 2022 para dicho segmento.

### *Posicionamiento Competitivo*

Harley – Davidson a diferencia de la mayoría de sus competidores, especialmente aquellos ubicados en occidente, se dedica únicamente a producir y comercializar motocicletas del segmento +600cc.

Los principales competidores de Harley – Davidson en el segmento que compite son:

- Indian Motorcycle (Grupo Polaris).
- BMW Motorrad (BMW Group).
- Ducati (Volkswagen Group).
- Triumph (Bloor Holding Group)
- Royal Enfield (Eichers Group).
- Honda Motorsports (Honda Group).
- Yamaha.
- Kawasaki.

Como notaran, todos los competidores participan no solo de otros segmentos de mercado dentro de la industria como los “scooters” y otras motocicletas livianas como también con otro tipo de vehículos como automóviles, camiones, vehículos acuáticos, entre otros.

También es importante destacar a otros grandes jugadores de la industria, que están enfocados directamente en el mercado asiático y que sus ventas en otros mercados no son significativas como:

- Bajaj Auto
- Hero Motocorp
- Jiangmen Dachangjiang

- Jiangsu Yadea
- TVS Motors
- Honda

Es importante nombrarlas ya que son fuertes participantes en el mercado asiático, principalmente en motocicletas chicas y medianas – incluyendo “scooters” – y si bien no son competidores directos de Harley Davidson bien pueden ser un sustituto el día de mañana si se adaptan a cambios en los gustos del consumidor.

En el siguiente grafico se puede observar el volumen de ventas de los distintos competidores de Harley Davidson estos últimos dos años. Los principales competidores fueron seleccionados por cilindrada de su cartera de productos, posicionamiento de la marca y principales mercados donde operan. Las ventas anuales a nivel global de este segmento de la industria contabilizan un volumen anual de promedio de 2.5 millones de unidades. Como mencionamos anteriormente, el mercado asiático compone alrededor del 80% del mercado de motocicletas mundial (principalmente aquellas de cilindrada pequeña), por dicha razón y para tener mayor precisión en nuestro análisis, en el siguiente grafico solo consideramos las motocicletas de alta cilindrada. En el caso de Honda, que vende más de 20 millones de motocicletas anuales, solo consideramos el volumen de aquellas unidades que compiten en el mismo segmento que Harley Davidson.

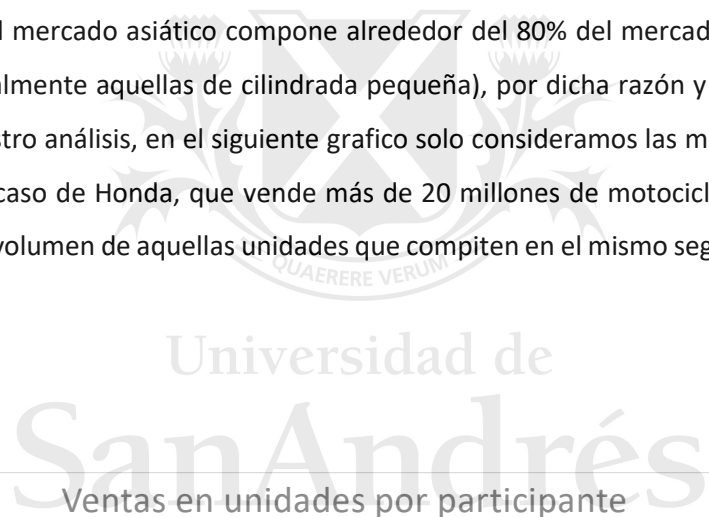
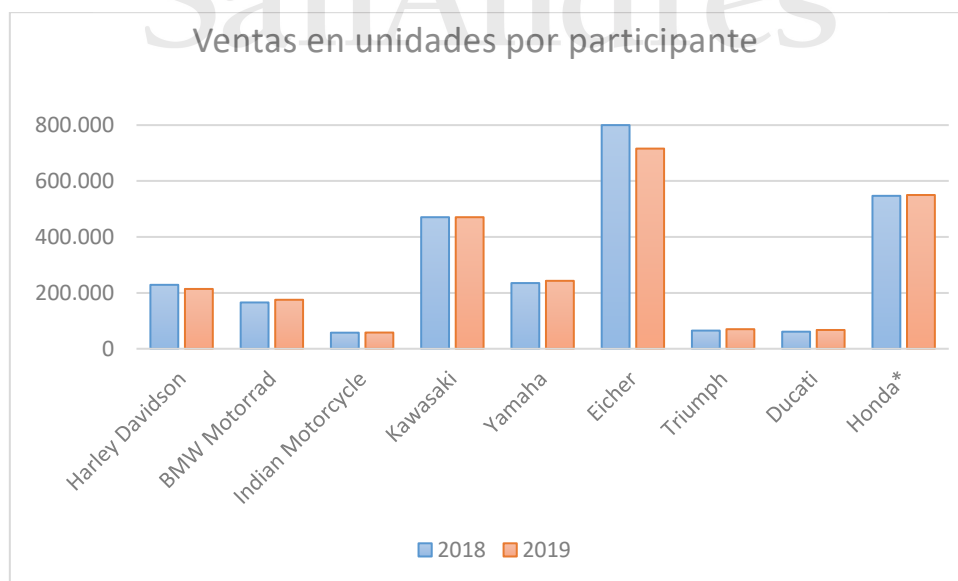


Grafico 17



\*Honda: Presencia en mercado Norte Americano y Europeo con motocicletas de alta cilindrada.

Fuente: Reporte anual de los distintos competidores – Elaboración Propia

Adicionalmente, es importante destacar que la presencia de Kawasaki y Eicher en el mercado asiático es más que considerable con llegada tanto al mercado chino e indio como también así al japonés. Distintos informes muestran que China tiene aproximadamente un 40% de la demanda en la región mientras que India contabiliza el 22% de la región, seguido por Japón e Indonesia con participación considerablemente menores del 8% y el 5% respectivamente.

Es importante destacar que HD estima incrementar su participación de mercado en USD 1bn para el 2022. Para lograrlo la estrategia considera apalancar la comercialización de los productos bajo su principal poder de fuego que es la marca Harley Davidson contemplando los cambios de preferencias en el consumidor, abarcar nuevos segmentos de mercado con el lanzamiento de modelos que se adapten a la demanda del consumidor, y liderar el desarrollo de motocicletas eléctricas.

Poder de fuego – Ventajas competitivas:

- La icónica marca y la poderosa cultura de Harley Davidson inspira pasión y compromiso al volante.
- Red de distribuidores dedicada y enfocada en brindar una experiencia a los que clientes y potenciales clientes que visiten las tiendas.
- Diseños excepcionales y entusiasmo del cliente para expandirse más allá de los productos tradicionales.
- Los mejores servicios financieros para facilitar la adquisición de motocicletas. El 65% de las ventas en EEUU es a través de financiaciones de HDFs.
- Fuertes capacidades de producción, incluyendo una red de fabricación global.
- Solida generación de caja y brindar retornos al accionista.

### *Cambios en el consumidor*

La dirección de HDMC noto que en los últimos años hubo diversos cambios en las preferencias de los consumidores y en las economías de distintas regiones que los invito a repensar la oferta de productos y mercados en los que participa para obtener un crecimiento sustentable.

En primer lugar, el cambio más visible es la forma de interactuar de los clientes. En los últimos años ha cambiado el paradigma de compras ya que el 70% de los usuarios a nivel global compran

o realizan un estudio de mercado de manera online en primera instancia. Esto está sustentado en una tasa compuesta de crecimiento anual del 16% para el periodo 2017-2022 de las compras en los canales de ecommerce. En consecuencia, la experiencia minorista de acceso completo exige tener una amplia oferta de productos tanto de manera virtual como física en los distintos locales para no perder participación de mercado.

Adicionalmente, el ritmo global de cambio se está acelerando y la competencia es cada vez más agresiva, no solo en los canales de ventas, sino también través de una fuerte presión competitiva para el tiempo y gasto del consumidor, emergen nuevos modelos de movilidad, y el ritmo de las inversiones en innovación y desarrollo en la industria continúa aumentando todos los años.

De todas formas, si bien el mercado está en una etapa de alta competitividad, también existen diversas oportunidades debido al crecimiento internacional, especialmente en los mercados emergentes que proyectan un crecimiento del producto bruto interno con TCCA del 5%, y a un crecimiento población especialmente en las zonas urbanas. Por ejemplo, se espera que la población mundial se incremente en 2.5 billones de habitantes para el 2050 mientras que la tasa de crecimiento compuesto anual de población urbana estimada para el periodo 2017-2022 es de 2%. También es importante destacar que existen nuevas regulaciones y políticas que, junto a una creciente conciencia sustentable, alientan al consumo de vehículos alimentados por energía eléctrica y los resultados están a la vista de todos; distintos informes estiman que alrededor del 30-40% de la población en Alemania y Estados Unidos comenzó a considerar entre las opciones a los vehículos eléctricos. Se estima que el crecimiento de vehículos eléctricos tenga una TCCA del 16% para el periodo 2017-2022.

Otra de las oportunidades de la industria que HD quiere capitalizar las oportunidades de crecimiento internacional especialmente en la región asiática que compone un 80% de la demanda de motocicletas mundial. Si bien la mayor demanda corresponde a motos livianas y medianas, HD está dispuesta a competir en estos nuevos segmentos desarrollando nuevos modelos que se adapten a las necesidades del nuevo consumidor apalancándose en el desarrollo económico de la región que posibilita la demanda de motocicletas de “alta gama” y por lo que estarían dispuestos a pagar un precio adicional. Bajo estos fundamentos, se estima que las motocicletas de pequeña cilindrada (150cc<x<400cc) tendrán un gran crecimiento en los próximos años principalmente por mayor volumen comercializado en China y en la India que si bien es un mercado más pequeño que el chino se estima que tenga un crecimiento de la demanda anual del 25% hasta 2021 para el segmento entre 250cc y 500cc gracias al crecimiento



de la clase media en dicho país y la introducción de estas motocicletas por parte de productores locales – Royal Enfield (Eichors) – que ayudaron a estimular la demanda.

En específico para el mercado asiático, HD planea expandirse a través de alianzas estratégicas con productores locales para lanzar vehículos de peso liviano y mediano. Por ejemplo, para fines de 2020 se espera lanzar el primer modelo de pequeña motocicleta para el mercado chino producto de la alianza con Qianjiang Motorcycle Company. Asimismo, se busca competir en el segmento de 250cc/500cc en los demás países de la región haciendo foco en India, Indonesia y Taiwán. De esta manera estiman aumentar considerablemente el volumen de ventas de vehículos y de artículos tradicionales de HD con un precio competitivo y posicionando a la marca en un mercado con gran potencial para la empresa.

En lo que respecta a China específicamente, HD planea:

- Expandir el portfolio de productos con las pequeñas motocicletas y también ofreciendo bicicletas eléctricas generando demanda futura de motocicletas.
- Adquirir un nuevo centro de distribución.
- Expandir y mejorar la red de concesionarios.
- Focalizar en posicionar la marca en un mercado nuevo y con una cultura distinta.
- Apalancarse en menores costos por la producción de motocicletas en la planta de Tailandia.

Asimismo, HD está trabajando en nuevos modelos que satisfagan la demanda de mercados importantes para las motocicletas pesadas, entre 750cc y 1250cc, como el europeo y el americano con precios competitivos. De esta manera, lanzando nuevos modelos de “streetfighter” y de “adventure touring”, se estima que HD pasara de competir en un 35% del mercado mundial de motocicletas pesadas a un 85% de este mercado. Adicionalmente, es importante destacar, que el mercado europeo está creciendo principalmente por una mayor demanda mujeres, jóvenes y nuevos usuarios que tienen claras preferencias por las llamadas streetfighters, adventure touring y en menor medida por las standard. En 2017, estos 3 modelos tuvieron una demanda de 270 mil unidades que representa un 70% del mercado europeo – segmento motocicletas pesadas – de ese año. En 2020, HD estima lanzar 2 nuevos modelos de Streetfighter y 5 nuevos modelos de Adventure Touring.

Por último, toda la industria se encuentra frente al desafío de desarrollar, producir e incluir en su cartera de productos vehículos eléctricos, y HD ve en este desafío una oportunidad de crecimiento orgánico con rentabilidades superiores a otros segmentos. La creciente oferta de

vehículos eléctricos esta explicado en parte por restricciones de emisión de CO2 para 2030 y 2040 por varios países, desarrollo de distintos centros de carga (muchas startups compradas por los grandes productores de petróleo) y nueva infraestructura de carga residencial, mayor interés por parte del consumidor, lo que está haciendo que las terminales inviertan mayores montos en la I&D de vehículos eléctricos.

La tendencia de mercado para este producto es de un crecimiento rápido donde están participando nuevas compañías y comienza a aumentar la competitividad. Actualmente se invierte mucho en I&D y todavía no hay resultados tangibles con 20 modelos en el mercado. De todas formas, la industria de vehículos eléctricos está en un estado de iniciación y de seguro se continuará desarrollando y captando la atención de los consumidores cuando se logre una mejor calidad y se desarrollen mayores centros de carga.

Es por esto, que HD quiere ingresar en este mercado con una variedad de productos amplia desde las bicicletas eléctricas, para comenzar a captar futuros motociclistas, como las motos livianas y de peso medio eléctricas. En el 2019 ya se lanzó la primera motocicleta eléctrica de HD, la LiveWire™, que compete en el segmento de motocicletas pesadas.



## Análisis Financiero

Tabla 8

Ratios Financieros					
Años	2015	2016	2017	2018	2019
Ratios de Rentabilidad					
ROE	32%	37%	28%	29%	24%
ROA op (EBIT/Activos)	12%	11%	9%	7%	5%
ROIC	8%	8%	6%	6%	4%
EBITDA/Ventas	23%	21%	20%	17%	15%
Tasa Impositiva (IIGG/UAI)	35%	32%	40%	23%	24%
RN/Ventas	13%	12%	9%	9%	8%
Beneficio por Accion	3,71	3,85	3,03	3,21	2,7
Ratios de Actividad					
Flujo de Caja Operativo	1.100	1.174	1.005	1.206	868
Inmovilizacion (Activo fijo + int/Activos)	10%	10%	10%	9%	9%
Rotacion Activos (Ventas/Activos)	60%	61%	57%	54%	51%
Periodo de Cobranza (días)	15	17	21	20	18
Rotacion de Inventario (días)	59	49	55	56	62
Periodo de Pago (días)	24	23	23	28	30
Capital de Trabajo/Ventas	10%	9%	11%	10%	11%
Ratios Crediticios					
EBIT/Intereses fin	95,4	35,4	28,5	23,1	17,9
Deuda Financiera/EBITDA	0,5	0,6	0,7	0,8	1,0
Deuda Neta/EBITDA	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4
Riesgo de Refinanciamiento	0,3	0,3	0,5	0,2	0,5
Solvencia (A/P)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Endeudamiento Total (P/PN)	4,4	4,2	4,4	5,0	4,8
Endeudamiento Financiero (FD/PN)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Liquidez (AC/PC)	1,45	1,35	1,23	1,25	1,31
Prueba Acida (AC-Inv)/PC	1,23	1,17	1,06	1,09	1,13
FCF (OPCF-CAPEX)	840	918	799	992	687

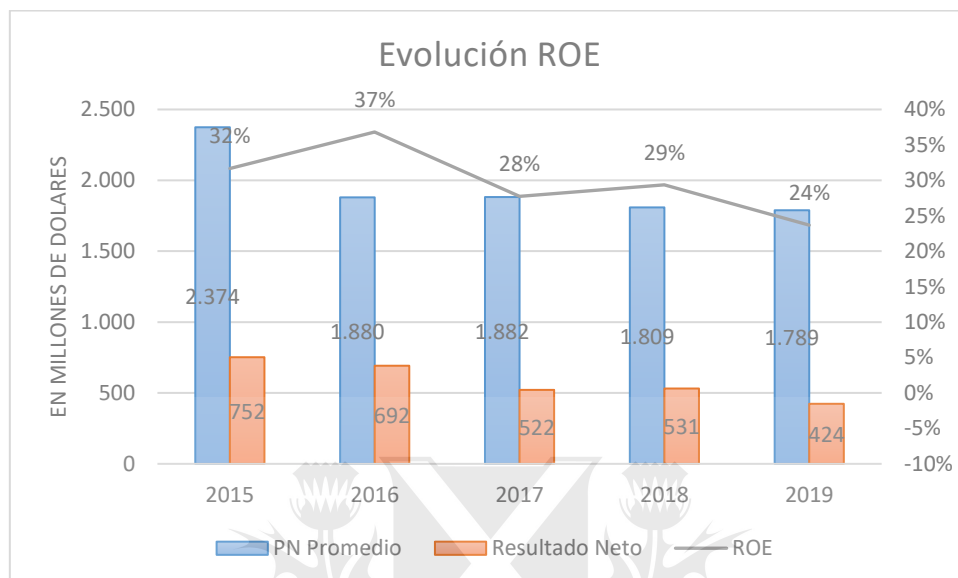
### Ratios de Rentabilidad

El ROE es una manera de medir la rentabilidad de la Compañía en relación al patrimonio neto de la misma, es decir, la inversión de los accionistas (fondos propios). El ratio se obtiene con el cociente del resultado neto sobre el promedio del patrimonio neto de los últimos dos ejercicios fiscales.

En el caso de HOG, la tendencia de este ratio es decreciente posicionándose en 24%, por encima del promedio de la industria, principalmente por una disminución de las ganancias netas explicado en menores ventas y por ende una menor absorción de costos fijos mientras que la

posición del “equity” se mantuvo relativamente estable a lo largo de los años. Las leves variaciones en el patrimonio se explican por el pago de dividendos y la recompra de acciones que es parcialmente compensado por las ganancias del ejercicio.

Gráfico 18

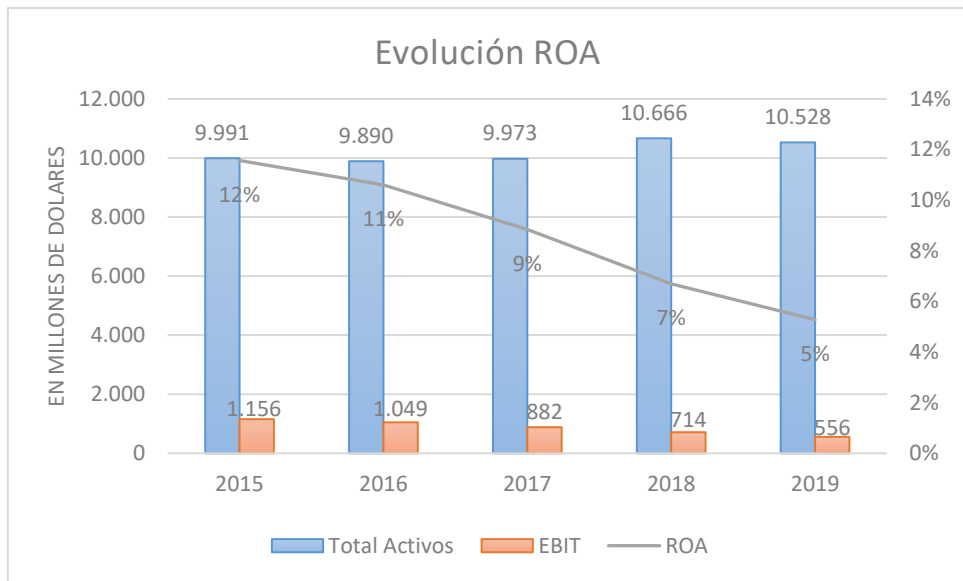


Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

El ROA se obtiene de dividir la ganancia operativa con el total de Activos. Es una medida de gestión importante ya que nos permite saber que tan eficiente es la Compañía en el uso de sus activos para obtener rentabilidad, en otras palabras, nos permite obtener cuantos dólares se ganan por dólar invertido en activos. La tendencia de HOG es decreciente posicionándose en 5%, es decir, por cada dólar invertido en activos obtiene un retorno de 4 centavos.

La explicación de esta disminución en el periodo bajo análisis se explica por las menores ventas de la Compañía y los distintos gastos de restructuración que implicaron una reducción del margen operativo mientras los Activos se mantuvieron sin variaciones importantes alrededor de los USD 10bn.

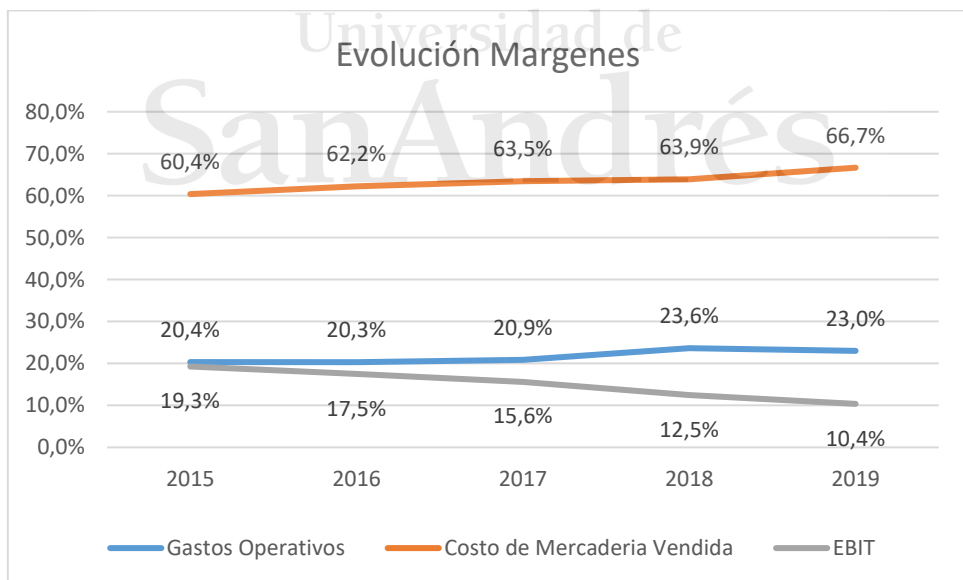
Gráfico 19



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019

### Evolución de los Márgenes

Gráfico 20



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2015-2019 – Elaboración Propia

El Margen Bruto de la Compañía disminuyó en línea con la caída de las ventas en el mismo periodo. El aumento de la participación de los costos de mercadería vendida sobre las ventas se

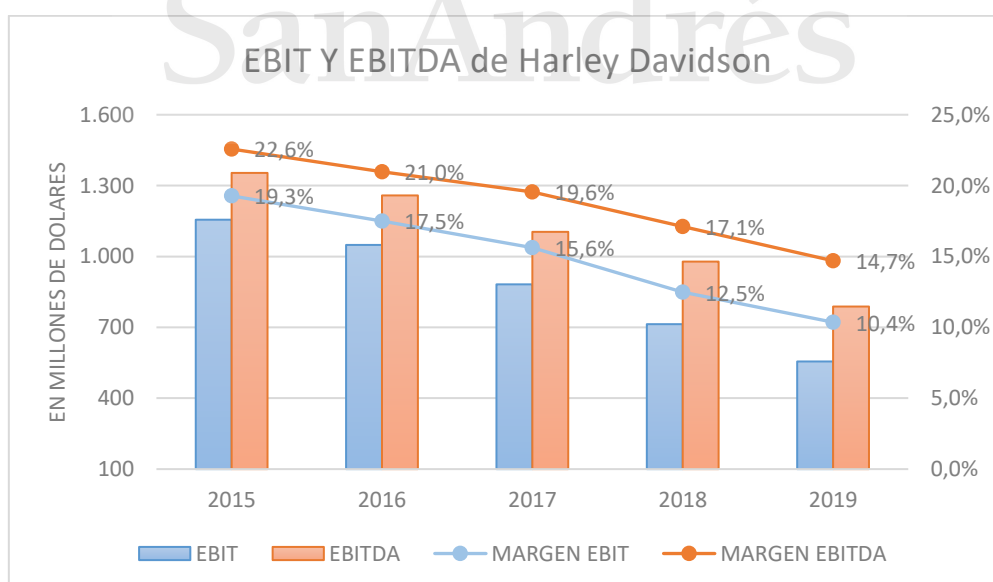
debe principalmente a una menor absorción de costos fijos explicado por un menor volumen de producción que se acentuó en los últimos dos ejercicios por las tarifas impositivas impuestas por el gobierno estadounidense a productos provenientes de China y algunas ineficiencias temporales relacionadas al plan de optimización de producción.

El Margen Operativo, también conocido como EBIT (por sus siglas en inglés Earnings Before Interest and Taxes que significa Ganancias antes de intereses e impuestos), se obtiene luego de deducir de las ventas netas totales todos los costos de mercadería vendidas, gastos administrativos, comerciales, logísticos, impositivos, beneficios de pensión para empleados, amortizaciones y depreciaciones, y los gastos de reestructuración, entre otros.

Como se puede observar en el gráfico anterior, la Compañía logro mantener relativamente estable la participación de los gastos fijos sobre las ventas posicionándose en 23% en 2019. Es importante destacar que aquí se están considerando los gastos de reestructuración que implican un 0,6% y 1,6% sobre las ventas en 2019 y 2018 respectivamente, y no se espera tener gastos de este tipo en 2020.

En consecuencia, el Margen Operativo de Harley Davidson, en línea con el Margen Bruto, sufrió una baja en el mismo periodo (2015-2019) de 8,9x en términos porcentuales posicionándose en 10,4% en el año 2019 equivalente a USD 556m.

Gráfico 21



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

En el 2019, el resultado operativo de la Compañía fue de USD 556m reduciéndose en un 22% año sobre año principalmente por una reducción del margen bruto explicado en una menor absorción de costos fijos por parte del menor volumen de ventas. De todas formas, la disminución fue parcialmente compensada por menos gastos administrativos y comerciales que se redujeron de USD 1.351m en 2018 a USD 1.231m representando una optimización de USD 120m.

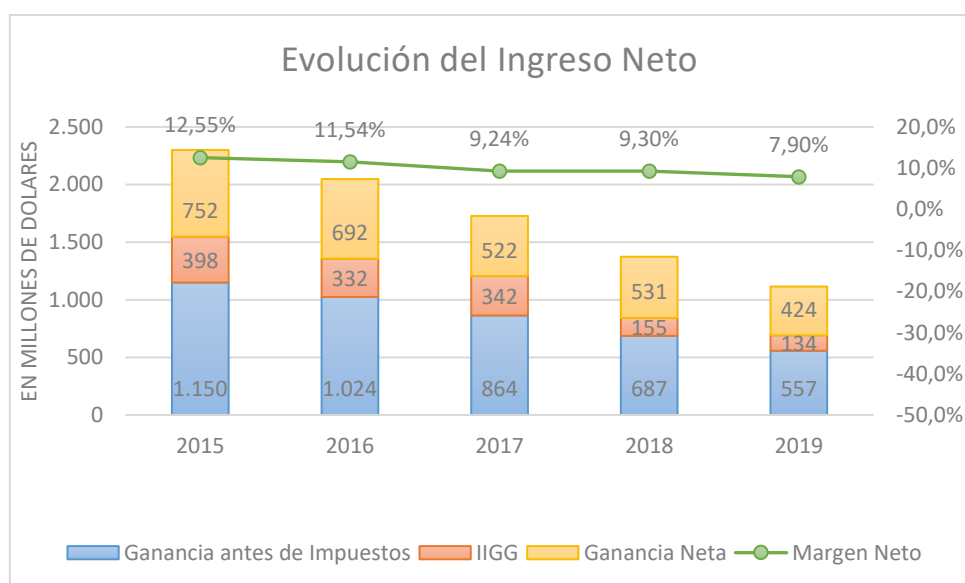
Dicho resultado se obtuvo luego de tener que afrontar menos gastos de reestructuración comparado con el 2018 y un resultado favorable de ejecución de garantías y devoluciones por fallas técnicas. Dicha disminución de los gastos operativos, sumada a una importante eficientización y reducción de gastos por parte de la Compañía que contribuyen a un importante ahorro de costos y en consecuencia una mejora de márgenes, fue parcialmente compensada por una mayor erogación en gastos de marketing e investigación y desarrollo relacionada a la estrategia de la compañía y la producción de nuevos modelos.

El EBITDA, por sus siglas en inglés de “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciations and Amortizations”, es decir, ganancias antes de interés, impuestos, depreciaciones y amortizaciones, es igual al margen operativo sumándole las respectivas amortizaciones y depreciaciones del ejercicio.

Como se puede observar en el gráfico anterior, el EBITDA se redujo en línea con el EBIT o Margen operativo a lo largo del periodo bajo análisis. Las amortizaciones y depreciaciones han sufrido variaciones muy suaves durante dicho periodo y en promedio han representado un 4% de las ventas totales anuales con una tasa compuesta anual de crecimiento de 7% para dicho periodo.

El EBITDA se posicionó en USD 788m (14,7% sobre ventas) en 2019 al incrementar el Resultado Operativo de USD 556m en USD 232m en línea con las amortizaciones y depreciaciones del ejercicio. Si bien el EBITDA se redujo en línea con el menor volumen comercializado por la Compañía y por ende la menor absorción de los costos fijos, el EBITDA de la Compañía es suficiente para cancelar toda la deuda neta contraída por HDMC. No consideramos aquí la deuda contraída por HDFS ya que la misma está cubierta por acreencias financieras con clientes minoristas y mayoristas.

Gráfico 22



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

El resultado antes de impuestos se obtiene después de deducir los conceptos no operativos que suelen ser gastos que no están relacionados directamente con la explotación del objeto social de la empresa como los resultados financieros – egresos e ingresos – como la pérdida o ganancia por venta de activos, gastos extraordinarios y otros conceptos diversos.

En el 2019, la Compañía presentó resultados positivos por USD 1,8m principalmente por los planes de beneficio de la Empresa que reporto ingresos por USD 16,5m, cambios favorables en el precio de las tenencias en la cartera de inversión de la Compañía por USD 16,4m que fue parcialmente compensado por los USD 31,1m de intereses pagados durante el ejercicio fiscal 2019.

De esta manera, el resultado antes de impuestos del 2019 fue de USD 557,4m o 10,4% sobre ventas continuando con una leve tendencia decreciente pero siempre reportando resultados positivos como se puede observar en el siguiente gráfico.

Es importante destacar que la ley impositiva sancionada en 2018 por el presidente de los Estados Unidos tuvo un impacto positivo en la Compañía reduciendo la tasa efectiva del impuesto a las ganancias del orden histórico del 35% al 24% en 2019. Adicionalmente, la Compañía en vista de reducir la carga fiscal comenzó a comercializar una nueva variedad de modelos a Europa y Asia desde sus plantas fuera de los Estados Unidos para evitar mayores tarifas impositivas y también reducir costos logísticos.



Por último, el resultado neto del ejercicio totalizo una ganancia de USD 424m los cuales fueron reinvertidos en el accionista a través de pago de dividendos en USD 237,2m mientras que las utilidades restantes fueron utilizadas en el plan de recompra de acciones.

### *Ratios de Actividad*

El flujo de caja operativo sufrió una disminución en el último año posicionándose en USD 868m principalmente por una menor ganancia neta, disminución de ciertos pasivos que habían tenido un crecimiento extraordinario en el 2018 relacionados a gastos de restructuración, y un incremento en el inventario relacionado con el cambio de mix de embarques y aprovisionamiento de materiales y materia prima para el lanzamiento de nuevos modelos en el 2020.

El ratio de inmovilización se mantuvo estable a lo largo de los últimos 5 años con una leve disminución de 10% a 9% principalmente por la venta y cierre de dos plantas (Kansas y Adelaide, Australia) compensado por inversión en nueva maquinaria y extensión de plantas en los últimos años.

Adicionalmente, la rotación de activos, que mide el grado de eficiencia de una empresa en el uso de sus activos para generar ingresos por ventas, tuvo una leve disminución alineado con la tendencia de las ventas, pero se mantiene arriba de 50%, es decir, que por cada dólar invertido en activos se facturan 51 centavos de dólar.

Tabla 9

Días	2015	2016	2017	2018	2019
Periodo Cobranza	15	17	21	20	18
Rotacion de Inventario	59	49	55	56	62
Periodo Pago	24	23	23	28	30

Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

La empresa mantuvo cierta estabilidad en sus necesidades de capital de trabajo y su relación sobre ventas, esto quiere decir, que, ante un aumento de las ventas en 100 dólares, necesitaría

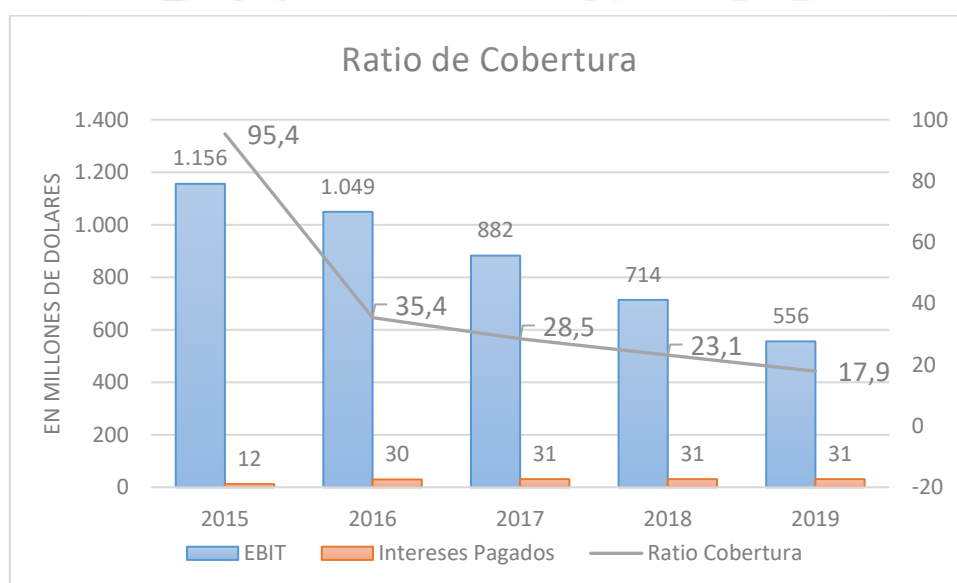
financiamiento bancario de 10 dólares. Adicionalmente, el ciclo de conversión de caja (Periodo de cobro + Rotación Inventario – Periodo de Pago) se mantuvo estable alrededor de 50 días en los últimos 5 años con pequeñas variaciones en la composición del índice. Los principales cambios se deben a una desaceleración en la rotación del inventario, y un incremento del periodo de cobro menos significativo que el incremento del periodo de pago.

### Ratios Crediticios

El ratio de cobertura se ha visto deteriorado en los últimos ejercicios, pero se mantiene en un nivel saludable de 18x. La variación se puede observar en el siguiente gráfico y se explica por una disminución en la ganancia operativa y en simultaneo por un incremento en los intereses pagados a partir del año 2016. Es importante destacar que los intereses pagados por la Compañía por la deuda “no operativa” se mantiene relativamente constante en 31 millones de dólares.

Es importante destacar que no se consideró la deuda financiera generada por la unidad de servicios financieros ya que al igual que en el negocio bancario, la ganancia proviene de un margen de intermediación (Toman deuda y financian a los clientes). En caso de considerarlo, el ratio de cobertura se posicionaría en 3,2x.

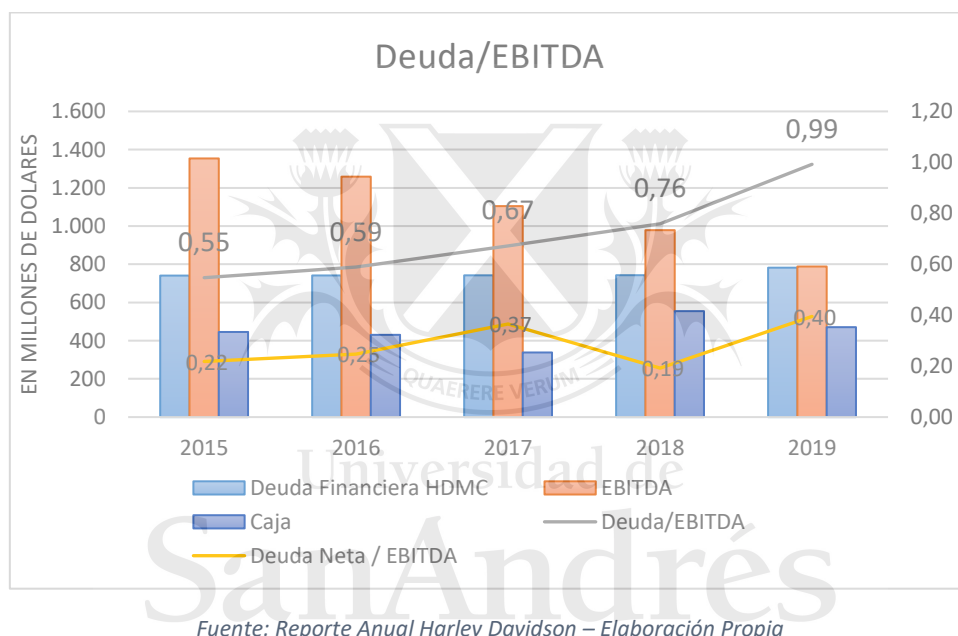
Gráfico 23



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

Los Ratios de Deuda/EBITDA y Deuda Neta/EBITDA se mantuvieron constantemente por debajo de 1x posicionándose en 0,99x y 0,4x al 31 de diciembre de 2019. Es importante destacar que el nivel de deuda se mantuvo constante mientras que la variación se explica por una menor ganancia operativa y por la posición de caja del negocio de motocicletas. Al igual que en el ratio de cobertura, no consideramos la deuda financiera correspondiente a la unidad de HDFs. En caso de considerarlo, el ratio sería de 9,4x y 8,3x, respectivamente explicado por la naturaleza del negocio.

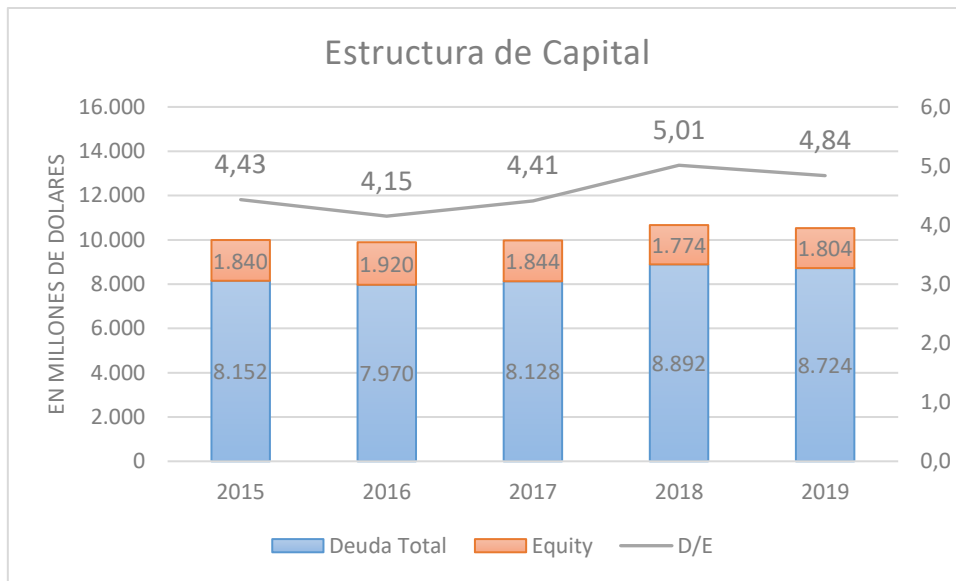
Gráfico 24



El riesgo de refinanciamiento de la Compañía es bajo, es decir que necesitaría medio año para cancelar sus obligaciones financieras con las utilidades generadas por su negocio manteniendo las inversiones de mantenimiento. La fórmula de dicho ratio es deuda neta sobre flujo de fondos libre (flujo de actividades operativas y cashflow de mantenimiento). Como mitigante adicional, la Compañía tiene un perfil de deuda conservador y una diversa fuente de fondeo.

En el siguiente grafico se puede observar la evolución de la estructurar de capital de la empresa (pasivos y patrimonio neto) donde en promedio el pasivo representa el 82% del capital oscilando entre 80,6% y 83,4% durante el periodo bajo análisis. La variación del ratio Deuda/Equity a lo largo de los años se mantuvo relativamente estable entre 4,1x y 5x posicionándose en 4,8x en 2019. En consiguiente, por cada dólar de patrimonio, hay 4,8 dólares de deuda.

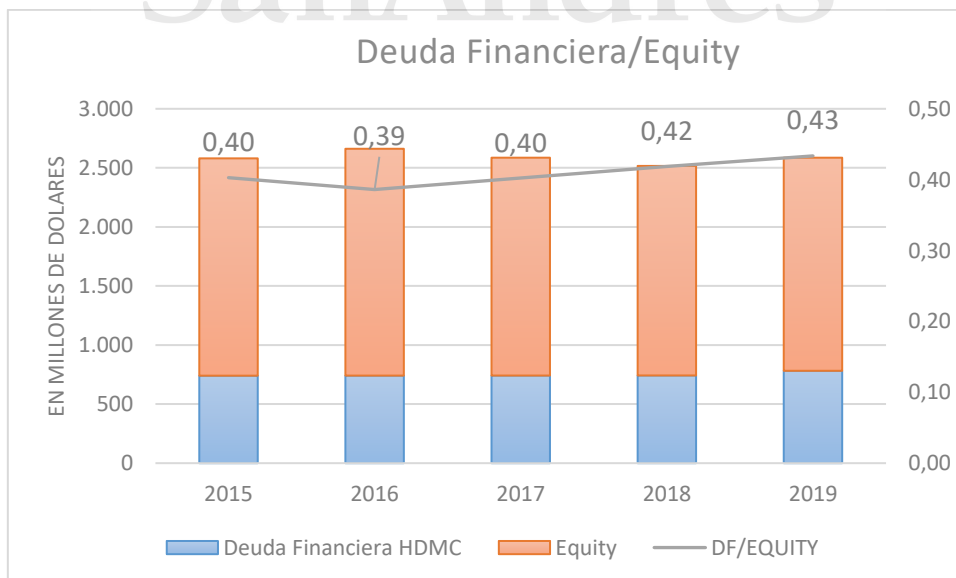
Gráfico 25



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

Ahora bien, es importante destacar que el ratio Deuda Financiera/Equity difiere considerablemente del ratio Deuda/Equity – considerando únicamente la deuda financiera de la unidad de negocios HDMC – que se mantuvo estable en 0,4x a lo largo de los 5 años bajo análisis. La participación de la deuda sobre el capital fue del 30% en 2019.

Gráfico 26



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

El ratio de solvencia se mantuvo estable en 1.2x a lo largo de los años, pero si notamos un aumento del endeudamiento total y financiero de la Compañía que se posiciono en 4.8x y 4.1x principalmente explicado por un mayor financiamiento con capital de terceros que mediante capital propio y un motivo también propio por el crecimiento de la unidad de negocios de servicios financieros que demanda un mayor financiamiento.

Por último, es importante destacar que la Compañía posee ratios de liquidez y prueba acida por encima de 1x y estables considerando el promedio de los últimos 5 años, lo que le otorga un perfil financiero saludable en conjunto con los otros ratios mencionados anteriormente ya que estaría en condiciones de honrar sus obligaciones de corto plazo con sus activos corrientes.

### *Evolución del Patrimonio Neto y Política de Dividendos*

El Patrimonio Neto de la Compañía aumento en USD 30m alcanzando los USD 1.804m el 31 de diciembre de 2019. El incremento se debe principalmente a los resultados obtenidos a lo largo del año bajo análisis por USD 424m y otros resultados integrales por USD 93m – netos de impuestos, y compensaciones en acciones por USD 42m que luego fue parcialmente compensado por el pago de dividendos a los accionistas por USD 237m y los USD 297m utilizados en la recompra de acciones por parte del directorio con el objetivo de retribuirle un mayor retorno al accionista. También es importante destacar que la composición del patrimonio neto es muy volátil ya que las ganancias retenidas son de USD 2.194m. Sin embargo, como mitigante, Harley Davidson tiene una política muy seria y conservadora respecto al pago de dividendos y con los resultados netos históricos de la compañía podemos esperar que el patrimonio neto no sufra variaciones fuertes en los próximos ejercicios.

En sintonía con lo mencionado en el párrafo anterior y de acuerdo a los lineamientos de su estrategia de devolver valor a los accionistas, la empresa no solo tiene una política de pago de dividendos, sino que tiene implementado un plan de recompra de acciones sostenible en el tiempo.

El último plan de recompra de acciones autorizado por el directorio en febrero de 2018 incluía la recompra de hasta 15 millones de acciones de las cuales quedan pendientes de compra 8.2m al 31 de diciembre de 2019. La autorización de compra no tiene fecha de vencimiento, pero

puede ser suspendida, modificada o discontinuada sin previo aviso, y el número de acciones recompradas y el momento de recompra siempre dependerá en diversos factores como el precio de la acción, el volumen transaccionado, necesidades de capital de trabajo, condiciones generales del negocio, y otros factores.

Desde el año 2010, en línea con la información publicada por HD en sus reportes anuales, se han distribuido más de USD 2.000m en concepto de dividendos con una tasa compuesta de crecimiento anual del 11% siendo USD 237m los pagados en 2019 por dicho concepto. También es importante destacar que el monto pagado por acción ha crecido a una TCCA del 16% en el periodo 2010-2019, posicionándose en USD 1,5 por acción en 2019 vs USD 0,4 por acción en 2010.

Por otro lado, es importante resaltar que la política de recompra de acciones ha sido exitosa en este periodo totalizando una recompra de 95,1 millones de acciones, lo que se traduce en una reducción del paquete accionario en un 38% alcanzando los 152,8 millones de acciones actuales.

La Compañía de esta manera encontró un equilibrio para otorgar el mayor valor posible al accionista a través de un mayor pago de dividendo por acción (TCCA +16%) y una recompra de 95,1 millones de acciones para así evitar una mayor presión fiscal sobre el accionista y, por otro lado, una mayor flexibilidad al directorio para el manejo de flujo de la empresa. La recompra de acciones fue equivalente a más de USD 5 billones.

Gráfico 27



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson 2010-2019 – Elaboración Propia

Los dividendos pagados por acción y el programa de acciones se ha desarrollado de manera exitosa los últimos años, sin embargo, debido a un mercado competitivo y una suave reducción de márgenes, la acción de HOG no ha podido tener un rendimiento en línea con los retornos del mercado si consideramos los resultados del S&P y el MSCI World.

### Capital de Trabajo

Históricamente, y en línea con los competidores del mercado, por la naturaleza de su negocio, Harley Davidson presenta necesidades de capital de trabajo por aproximadamente USD 570m anuales en línea con la tendencia histórica. Las mismas, están con una tendencia negativa actualmente debido a un menor nivel de actividad traducido en menores ventas, una suave reducción del periodo de cobro y un pequeño estiramiento del periodo de pago parcialmente compensado por un mayor nivel de inventario considerando los distintos aprovisionamientos y trabajos en proceso para sacar al mercado los nuevos modelos de motocicletas. La brecha/necesidad de capital de trabajo de la Compañía es cubierta con deuda financiera de corto plazo.

Adicionalmente, es muy importante resaltar que el ratio de Capital de Trabajo sobre Ventas es muy bajo, de 10,6% en el último ejercicio, y esto significa tiene una dependencia financiera muy baja ya que, ante un aumento de ventas, cada 100 dólares estadounidenses facturados adicionales, HD solo necesita 10,6 dólares de nueva deuda bancaria.

Tabla 10

USDk	2015	2016	2017	2018	2019
Cuentas Por Cobrar	247.405	285.106	329.986	306.474	259.334
Inventarios	585.907	499.917	538.202	556.128	603.571
Cuentas por Pagar	235.614	235.318	227.597	284.861	294.380
<b>WK Needs</b>	<b>597.698</b>	<b>549.705</b>	<b>640.591</b>	<b>577.741</b>	<b>568.525</b>
<b>WK / Sales</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,2%</b>	<b>11,3%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,6%</b>

Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

### Estado de Flujo de Efectivo

El flujo de fondos generado por las actividades operativas reporto un resultado de USD 868m principalmente debido al resultado del ejercicio, las depreciaciones y amortizaciones de bienes de uso y de costos de originación de préstamos del ejercicio, un aumento de las provisiones y una reducción de cuentas por cobrar y un suave aumento de las cuentas por pagar que fue parcialmente compensado por un incremento del stock producto de un mayor aprovisionamiento por una baja en el precio de la materia prima y en línea con el lanzamiento de nuevos modelos en 2020.

Las actividades de inversión se redujeron sensiblemente de USD 662m en 2018 a USD 508m en 2019 principalmente por una mayor cobranza y menos emisión de cuentas financieras, parcialmente compensado por un suave incremento de la inversión en CAPEX – USD 218m en 2019 – que incluyo la adquisición de StaCyC en USD 7m.

Por último, el flujo de fondos utilizado en las actividades de financiación en 2019 fue de USD 714m principalmente afectado por el pago de dividendos por USD 237m, la recompra de acciones por USD 297m y una cancelación de deuda neta por USD 182m. Es importante destacar que en el 2019 la Compañía cumplió con sus obligaciones financieras en el mercado cancelando al vencimiento capital e interés por USD 1.350m, deuda garantizada por USD 353m, papeles comerciales por USD 318m y disminución de utilización de líneas de crédito en USD 563m que fue parcialmente compensado con nuevas emisiones, y nuevos desembolsos de papeles comerciales y deuda garantizada.

Como se pudo observar en el análisis de la situación patrimonial, la caja y equivalentes se vio reducida en USD 370m mientras que la caja restringida aumento en USD 16m alcanzando una reducción neta de USD 354m.

Tabla 11

USDmiles	2015	2016	2017	2018	2019
Flujo de Fondo generado por las actividades operativas	1.100.118	1.174.339	1.005.061	1.205.921	868.272
Flujo de Fondo generado por las actividades de Inversion	915.848	392.731	562.468	662.269	508.126
Flujo de Fondo generado por las actividades de Financiamiento	368.741	743.833	515.056	30.114	714.528
Variacion de Caja	-184.471	37.775	-72.463	513.538	-354.382

Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

## Comparación con la industria



Tabla 12

Compañía	Harley Davidson, Inc	Volkswagen AG	BMW AG	Polaris	Honda Motor Co.	Kawasaki H.I, Ltd	Yamaha Motor Co
Símbolo	HOG	VWA	BMW	PII	HMC	KWHI	YAMH
<b>Ratios de Rentabilidad</b>							
ROE	24%	11%	8%	33%	7%	4%	11%
ROA	5%	4%	4%	11%	5%	3%	8%
ROIC	4%	3%	3%	9%	3%	2%	6%
EBITDA/Ventas	15%	12%	12%	10%	8%	7%	10%
Tasa Impositiva (IIGG/UAI)	24%	24%	30%	21%	41%	30%	30%
RN/Ventas	8%	5%	5%	5%	3%	1%	5%
<b>Ratios de Actividad</b>							
Rotacion Activos (Ventas/Activos)	51%	52%	46%	155%	101%	80%	109%
Periodo de Cobranza (días)	18	26	9	10	44	120	72
Rotacion de Inventario (días)	62	82	65	79	34	175	105
Periodo de Pago (días)	30	34	38	32	20	89	40
Capital de Trabajo/Ventas	11%	18%	9%	13%	15%	53%	33%
<b>Ratios Crediticios</b>							
EBIT/Intereses fin	17,9	10,1	19,3	6,2	41,0	15,7	34,1
Deuda Financiera/EBITDA	1,0	6,7	9,1	2,5	4,4	5,2	2,2
Deuda Neta/EBITDA	0,4	5,3	8,3	2,3	2,9	4,5	1,5
Solvencia (A/P)	1,2	1,4	1,4	1,3	1,7	1,3	2,0
Endeudamiento Total (P/PN)	4,8	2,9	2,8	3,0	1,3	3,3	1,0
Endeudamiento Financiero (FD/PN)	0,4	1,6	1,9	1,6	0,8	1,3	0,5
Liquidez (AC/PC)	1,3	1,1	2,0	1,1	1,3	1,2	1,8
Prueba Acida (AC-Inv)/PC	1,1	0,8	1,7	0,3	1,0	0,6	1,0

Fuente: Reporte Anual de las distintas compañías – Elaboración Propia

Como se puede observar en la tabla anterior, HOG tiene retornos sobre el patrimonio y sobre el activo por encima de la media del mercado, incluso con márgenes superiores a los de la competencia. Sin embargo, tiene una estructura de costos superior a la media que puede ser explicada, en parte, por el menor volumen comercializado en los últimos ejercicios y los gastos “one-shot” explicados en la restructuración operativa de la Compañía y un mayor nivel de endeudamiento si se lo compara con la industria. Como mitigante, el nivel de endeudamiento financiero de la entidad es bajo en relación a la competencia.

Por último, la Compañía tiene un capital de trabajo eficiente gracias al cual, en caso de un aumento en el nivel de actividad, necesitará obtener menos financiamiento externo que sus competidores (con excepción de BMW que tiene un ratio CT/Ventas de 9%).

## Modelo de Valuación: Flujo de Fondos Descontados

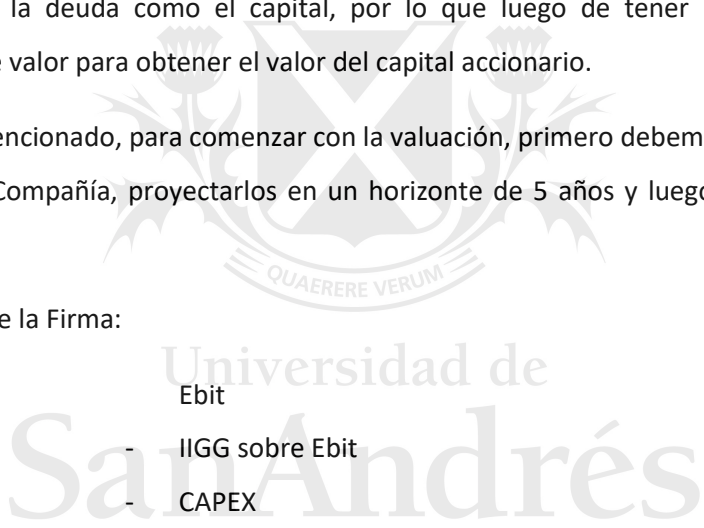
En esta sección trabajaremos en el cálculo del valor intrínseco del capital accionario de HOG con el método de Flujo de Fondos Descontados, también conocido con DCF por sus siglas en inglés (Discounted Cash Flow).

El Flujo de Fondos Descontados (DCF) representa el valor presente neto de los flujos de fondos proyectados disponible para los accionistas, neto de los fondos necesarios para invertir y generar el crecimiento proyectado. El concepto del DCF está basado en el principio de que el valor de un negocio se basa inherentemente en su capacidad para generar flujos de fondos para los accionistas.

Por último, con la valuación del flujo de fondos obtenemos el valor del negocio en su totalidad, incluyendo tanto la deuda como el capital, por lo que luego de tener la valuación total partiremos de ese valor para obtener el valor del capital accionario.

En línea con lo mencionado, para comenzar con la valuación, primero debemos obtener el flujo de fondos de la Compañía, proyectarlos en un horizonte de 5 años y luego obtener el valor terminal.

Flujo de Fondos de la Firma:



Ebit  
- IIGG sobre Ebit  
- CAPEX  
+ Depreciaciones y Amortizaciones  
+/- Variaciones de Capital de Trabajo

---

---

Flujo de Fondos Libres de la Firma

Luego de obtener y proyectar los flujos de fondos de la firma hasta un determinado horizonte y adicionar el valor terminal, buscaremos el valor actual de los mismos descontado a una tasa de costo ponderado del capital de la Compañía.

Para lograr nuestro objetivo y obtener una valuación del capital accionario precisa, vamos a detener que desarrollar y obtener distintas proyecciones de los flujos de fondos futuros y parámetros para obtener la tasa de descuento (costo del capital) de dichos flujos.

## Costo de Capital

El costo de capital de la empresa se define como el rendimiento esperado de una cartera de todos los títulos de deuda y patrimonio de la empresa. Es el costo de oportunidad del capital para la inversión en todos los activos de la empresa y, por lo tanto, la tasa de descuento adecuada para los proyectos de riesgo promedio de la empresa.

El costo de capital es un factor clave en todas las valuaciones ya que el mismo será utilizado como la tasa de descuento para traer los flujos de fondos a su valor presente. El mismo, como termino general, se refiere a la tasa de costo ajustada al riesgo que los inversores solicitan como retorno de su inversión.

En las valuaciones de entidades, que cubren deuda y capital, la aplicación más utilizada es el costo promedio ponderado del capital, también conocido como WACC por sus siglas en ingles. Por lo tanto, el costo de capital se puede estimar ponderando el costo de la deuda (tasa de interés) y el costo del capital (retorno demandado por los accionistas). En consecuencia, para obtener la tasa de descuento (WACC) deberemos obtener el costo del capital propio (equity), el costo de la deuda, y sus respectivos parámetros.

Por último, el riesgo puede contabilizarse en los flujos de fondos como en la tasa de descuento, y por eso la consistencia es clave para no doble contabilizar los riesgos (no contabilizar riesgos en el costo de capital que ya fueron incluidos en los flujos de fondos).

Formula del WACC:

$$WACC = K_e * \frac{E}{(D+E)} + (1-t) * \frac{D}{(D+E)} * K_d$$

Siendo:

$K_d$ : Costo de la Deuda

$K_e$ : Costo del Capital Propio

$t$ : Tasa de impuestos a las ganancias

$D$ : Valor de Mercado de la Deuda (en este caso usaremos el valor de libros neto de caja)

$E$ : Valor de Mercado del capital.

## Costo de capital propio

En esta sección aplicaremos el modelo CAPM (por sus siglas en inglés: Capital Asset Pricing Model) para determinar el costo del capital propio (equity). Este modelo indica que el costo de capital propio es igual al retorno de activos libres de riesgo, más el riesgo sistemático no apalancado multiplicado por la prima de riesgo de mercado. Por lo que en los siguientes párrafos obtendremos distintos parámetros requeridos como la Beta, la tasa libre de riesgo y la prima de riesgo del mercado.

$$\text{Cost of equity} = \text{expected return} = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Rf: Tasa Libre de Riesgo

B: Beta

Rm: Rendimiento Histórico del Mercado

El costo de capital propio de HOG es de 11,50% considerando una tasa libre de riesgo de 1,92%, una beta de 1,25x y una prima de riesgo de 7,66%.

## Tasa Libre de Riesgo

En la teoría, la tasa libre de riesgo representa el rendimiento que un inversionista espera de una inversión “absolutamente” libre de riesgo durante un periodo de tiempo específico.

El problema radica en la práctica ya que no existe ningún activo libre de riesgo “real” y, por lo tanto, no existe una tasa libre de riesgo “pura”. Por lo tanto, a menudo, nos referimos a la tasa base ya que muchos elementos están cubiertos en esta tasa como el valor temporal del dinero, la inflación, cierto crecimiento real, y el riesgo país.

Para determinar la tasa libre de riesgo a utilizar en esta valuación seleccionamos un activo “libre” de riesgo y utilizamos el retorno esperado del mismo como tasa libre de riesgo.

Para ser considerado un activo “libre” de riesgo debe cumplir con los siguientes requisitos:

- No debe existir posibilidad de Default

- Es importante determinar el horizonte de tiempo
- No debe tener riesgo de reinversión.
- Se debe aplicar el principio de consistencia, es decir, que la moneda utilizada en los flujos de caja debe ser igual a la utilizada en la tasa libre de riesgo.

En consecuencia, elegimos como activo libre de riesgo el bono a 10 años de Estados Unidos y, por lo tanto, el retorno de este activo, que será considerado la tasa libre de riesgo, es de 1,92% al 31 de diciembre de 2019. La misma la obtuvimos de la página de la FRED.

### Beta

La Beta representa el riesgo adicional que una inversión aporta a un portafolio diversificado, es decir, que mayor sea la beta mayor riesgo. La beta representa el riesgo sistemático de un valor o una cartera en comparación con el mercado en su conjunto, o, en otras palabras, la sensibilidad de dicho activo a un movimiento en el mercado.

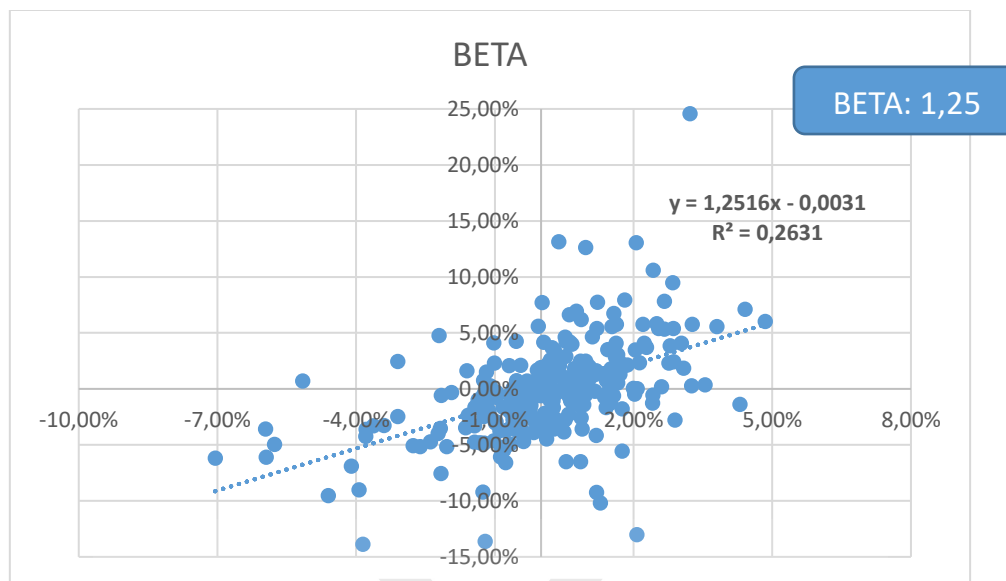
La misma fue calculada utilizando una regresión lineal comparando el rendimiento del activo bajo valuación y sobre el retorno del mercado (volatilidad). El mismo resultado se obtiene haciendo la covarianza del rendimiento de un activo respecto el retorno de un mercado, sobre la varianza de dicho mercado como se indica en la siguiente formula:

$$b = \frac{Cov(R_Z, R_M)}{Var(R_M)}$$

Para obtener el parámetro Beta hemos trabajado con información histórica tanto de la Compañía y del S&P (índice representativo del mercado). Adicionalmente, consideramos apropiado utilizar la beta respecto a los retornos de S&P ya que el 70% de sus ingresos provienen de los EEUU.

Los datos utilizados fueron los rendimientos semanales tanto de HOG como de S&P en los últimos 5 años desde el 31 de diciembre de 2019 para que el ruido sea menor evitando la volatilidad diaria, pero teniendo en cartera suficientes datos para la muestra.

Gráfico 28



Fuente: Yahoo Finance – Rendimiento mensual de los últimos 5 años de HOG y S&P – Elaboración Propia

Como se puede observar en el gráfico anterior, la beta obtenida es de 1,25 por lo que significa que ante una variación de 1% en el rendimiento del S&P, la acción de HOG variara 1,25%. Adicionalmente, el R<sup>2</sup> mide la proporción de la varianza total en los rendimientos de las acciones que puede explicarse por los movimientos del mercado, mientras que la diferencia mide el riesgo diversificable. En esta oportunidad, al tener un R<sup>2</sup> de 26,3% refleja que dicho porcentaje del riesgo corresponde al riesgo del mercado, mientras que el 73,7% es un riesgo diversificable.

Es importante destacar que no observamos grandes variaciones entre las Betas de 3, 5 y 7 años siendo 1,27x la mayor y 1,24x la menor. Hemos decidido avanzar con la Beta de 5 años ya que consideramos que es la más representativa.

Tabla 13

Rango	3 años	5 años	7 años
Beta	1,27	1,25	1,24

Fuente: Yahoo Finance – Elaboración Propia

### Prima de Riesgo del Mercado

La Prima de Riesgo del Mercado es el rendimiento adicional que requieren los inversores para trasladar su dinero de una inversión “libre” de riesgo a una cartera de capital diversificada. Adicionalmente, de esta manera, elimina el riesgo no sistemático de una sola inversión.

La forma de obtener esta prima puede ser de 3 maneras:

- Primas de Riesgo Históricas: El cálculo varía según el horizonte del tiempo o metodología utilizada (geométrica o aritmética). Asume que los retornos pasados son una representación de retornos futuros.
- Prima de Riesgo Implícita: se basan en modelos de descuento de dividendos, calculando el rendimiento esperado del mercado comparando el valor del índice con los flujos de dividendos estimados.
- Encuesta a grandes inversores sobre expectativas futuras. También hay ciertas consultoras que recomiendan una prima de riesgo de mercado fija del 6% para activos en los EEUU como EY.

En esta oportunidad, avanzaremos con la metodología de primas de riesgo históricas y la metodología de promedio geométrico. En línea con la metodología de CAPM, para obtener la prima de riesgo debemos obtener el retorno del mercado para un periodo de tiempo extenso – incluyendo varios ciclos económicos y de mercado - y restarle la tasa libre de riesgo. Es por eso que se buscó el rendimiento anual del S&P para el periodo 1957-2019 y se calculó el promedio geométrico. El resultado fue de 9,58% por lo que, si le restamos la prima libre de riesgo utilizada previamente de 1,92%, la prima de riesgo de mercado para esta valuación es de 7,66%.

### *Costo de la Deuda*

El costo de la deuda es el coste que tiene una empresa para desarrollar su actividad o proyecto de inversión a través de su financiamiento en forma de créditos, prestamos y/o emisión de deuda. El mismo puede variar por el nivel de tasas de mercado (condiciones generales de mercado), la calidad de crédito de la compañía y acceso a fuentes de financiamiento.

Harley Davidson, utiliza diversos métodos de financiamiento como papeles comerciales, notas con distinto grado de señoría, deuda garantizada, deuda bancaria, entre otros. De todas formas,

para poder obtener el costo de la deuda nos centraremos en las notas que tienen un mercado líquido y nos permite obtener la YTM como costo de la deuda.

En primera instancia, buscamos las distintas YTM de dichas notas al 31 de diciembre de 2019, que se reflejan en la siguiente tabla, para entender cuál sería el costo que debería afrontar la Compañía en caso de buscar financiación en el mercado.

En esta oportunidad, obtuvimos el costo de la deuda, Kd: 4,47%, seleccionando la YTM de las notas bajo análisis.

Tabla 14

Deuda	Moneda	Monto (miles)	Tasa/Cupon	Vencimiento	TIR
Senior Notes	USD	450.000	3,50%	2025	3,06%
Senior Notes	USD	300.000	4,63%	2045	4,47%
<b>Total</b>		<b>750.000</b>			<b>3,62%</b>

Fuente: Market Insider – Calculadora de Bonos – Elaboración Propia

El costo de la deuda como parte del WACC se calcula después de impuestos para reflejar la deducibilidad fiscal de la deuda (protección fiscal sobre intereses) ya que los impuestos en el cálculo de flujo de efectivo se basan en el EBIT x (1-tasa impositiva).

Es importante destacar que, si consideramos la deuda total de la Compañía y hacemos un promedio ponderado de la misma, el costo de la deuda sería 2,9% pero elegimos avanzar con la YTM más larga de las notas emitidas por la terminal ya que la deuda de HDFFS corresponde al negocio operativo.

### Costo de Capital

Una vez que ya revisamos y calculamos los distintos parámetros que forman parte de nuestra tasa de descuento (WACC – costo promedio ponderado del capital), estamos en condiciones de obtener dicha tasa. De esta manera, incorporamos la forma en la que el total de los activos son financiados (Deuda y Equity) y se prorratea la forma de financiamiento en función de los precios de mercado de equity y de la deuda. En este caso, al no tener el valor de mercado de la deuda, estamos usando el valor libro, aunque si utilizamos el costo de mercado (kd). A su vez, el costo de la deuda incorpora el beneficio impositivo de la deuda.



$$WACC = (1 - T_C)r_D D/V + r_E E/V$$

Tasa impositiva IIGG: 24%

Rd: 4,47%

Re: 11,50%

E: USD 5,67bn

D: USD 0,279bn

V (E+D): USD 5,9bn

Considerando los datos detallados anteriormente, estamos en condiciones de confirmar que el costo de capital, según el modelo de CAPM, de la Compañía es de 11,12%.

$$WACC = 11,50\% * \frac{5.665}{5.945} + (1-24\%) * 4,47\% * \frac{279}{5.945}$$

$$WACC = 11,12\%$$

Universidad de  
San Andrés

### Flujos de Fondos

Una vez que obtuvimos nuestra tasa de descuento, comenzaremos a proyectar los flujos de fondos futuros disponible para luego descontarlo al costo de capital y así obtener el valor de la firma (Enterprise Value). Una vez que tengamos el "EV" le restamos el valor libro de la deuda y la caja para obtener el valor intrínseco del capital accionario.

En esta oportunidad proyectaremos el flujo de fondos para un periodo de 5 años (2020-2024) y luego estimaremos el valor terminal. Para determinar el valor terminal es necesario determinar la tasa de crecimiento a perpetuidad, y el valor del flujo del año en cuestión. El mismo será descontado a la misma tasa de descuento que los próximos 5 años.

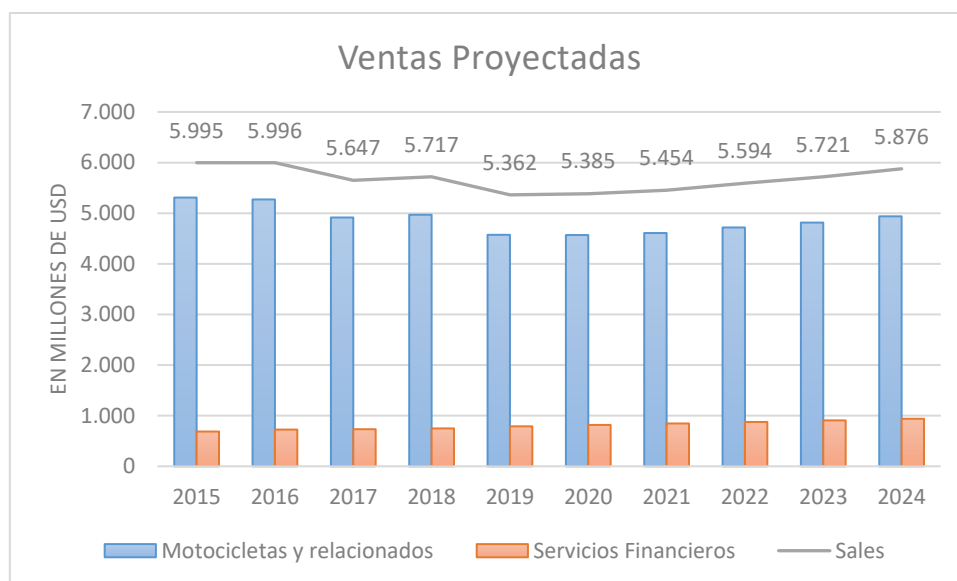
Para proyectar los flujos de fondos tendremos en cuenta distintos parámetros como los márgenes operativos, las inversiones de capital, las variaciones de capital de trabajo y las amortizaciones y depreciaciones.

## *Ventas*

Para proyectar las ventas tuvimos en consideración tanto tendencias de la industria motociclista diferenciando por sectores geográficos, especialmente el mercado Norte Americano (Canadá y Estados Unidos) y el Europeo que entre ambos concentran el 85% de las ventas de motocicletas y productos relacionados al 31 de diciembre de 2019 como distintos reportes de perspectivas económica mundial, tanto del FMI de Octubre 2019, de la OCDE como de HSBC de Diciembre 2019 donde obtuvimos distintos parámetros macroeconómicos que afectan directamente las ventas de la Compañía los índices de precio al consumidor, evolución del PBI por región, crecimiento poblacional, crecimiento del salario, entre otros, y acciones propias de la Compañía explicadas anteriormente y repasaremos a continuación.

Las ventas proyectadas para el periodo 2019-2024 aumentan a un ritmo de 1,8% alcanzando los USD 5.876 millones de dólares principalmente por un crecimiento pronunciado en el mercado europeo y en los mercados emergentes. Para fines prácticos y considerando que no es la unidad de negocios “core” de la Compañía, asumimos que los ingresos por servicios financieros incrementan un 3,5% anual en línea con el rendimiento histórico. Por último, como solo consideraremos el crecimiento orgánico, no tendremos en consideración en la proyección de las ventas ni el tipo de cambio ni posibles adquisiciones o escisiones suponiendo que las distintas variables de crecimiento inorgánico se anulan a través del tiempo por los distintos ciclos económicos.

Gráfico 29



Fuente: IMF Economic Outlook – HSBC Global Outlook – HD Strategy report – Market Data – Elaboración Propia

En primera instancia, para proyectar las ventas se separó los ingresos de la Compañía por unidad de negocios. Respecto al negocio de motocicletas y relacionados, las ventas incrementan con una TCCA de 1,5% posicionándose en 4.937 millones de dólares principalmente por un aumento en los precios estimado en línea con la expectativa de inflación de cada región y su respectiva participación en las ventas totales de la Compañía mientras la demanda continuara en baja hasta el 2021 y comenzara una leve recuperación en 2022 terminando el 2024 con un volumen menor en 5 mil unidades a las comercializadas en 2019.

En primera instancia, hicimos un análisis del mercado europeo y americano y la participación de mercado de HD en estos mercados que representaban el 86% de las ventas en 2019 y según nuestras proyecciones pasaran a representar el 83% con una mayor participación del mercado europeo (20,4% sobre ventas) en línea con la estrategia de que en un futuro las ventas del mercado norteamericano representen el 50% de las ventas. Para proyectar el crecimiento de dichos mercados, nos basamos en la información histórica de los últimos 5 años obtenida en los reportes de “Motorcycle Industry Council” para el mercado americano y la “Acem” para el mercado europeo.

Según las tendencias de los últimos años, el mercado americano está sufriendo una desaceleración de la demanda en el orden del 4% anual por lo que para los próximos años asumimos que continuara reduciéndose en el orden del 2,7% anual. Por otro lado, el mercado europeo viene creciendo a una tasa anual del 6% por lo que decidimos mantener un crecimiento

constante del 6% anual. Las cuotas de mercado fueron estimadas en línea con los datos históricos y considerando que los nuevos modelos a lanzar entre 2020 y 2022 ampliarán el umbral de demanda de los productos comercializados por HOG.

Tabla 15

Mercado Estadounidense	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nuevas Registros	328.800	311.700	288.802	263.750	252.842	245.257	237.899	230.762	223.839	217.796
	5%	-5%	-7%	-9%	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Nuevas Harley Davidson registradas	165.100	159.500	146.493	131.064	124.040	120.176	116.571	113.304	110.353	107.373
Participación de Mercado de HD	50,2%	51,2%	50,7%	49,7%	49,1%	49,0%	49,0%	49,1%	49,3%	49,3%

Mercado Europeo	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nuevas Registros	351.800	391.900	390.619	397.669	425.998	451.558	478.651	507.370	537.813	570.081
Variación	10%	11%	0%	2%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Nuevas Harley Davidson registradas	37.000	42.300	38.115	40.930	37.813	44.527	44.993	48.200	51.092	54.728
Participación de Mercado de HD	10,5%	10,8%	9,8%	10,3%	8,9%	9,0%	9,4%	9,5%	9,5%	9,6%

Fuente: Reporte ACEM y MIC – Elaboración Propia

Como se puede observar en la tabla anterior, el volumen comercializado en Estados Unidos continuará decreciendo en el periodo bajo análisis principalmente por una disminución del mercado mientras la cuota de mercado se mantiene relativamente estable.

Por otro lado, el mercado europeo continúa creciendo y en consecuencia también se expandió el volumen comercializado por HOG. También es importante explicar que el leve incremento de la cuota de mercado se explica por una mayor oferta de productos como las “adventure touring” y las “Streetfighter” que tienen un mercado en Europa de 163 mil y 75 mil unidades anuales, respectivamente y que, junto con los modelos eléctricos, esperan incrementar el umbral de demanda para el segmento +600cc de 35% al 85% del mercado.

La estrategia de la Compañía estipula comenzar a lanzar entre 2 y 6 modelos del segmento Touring y Cruiser hasta el 2022, lanzar entre 2 y 5 modelos eléctricos desde el año 2021, dos modelos de cilindrada pequeña desde fines de 2020 con el objetivo de concentrar el 1-2% del mercado chino e incrementar la penetración del e-commerce del 4% al 17% para 2022 lanzando páginas oficiales de ventas electrónicas en Europa, China, Japón, Australia, India, y otros países del sudeste asiático, e incrementar la cantidad de distribuidores independientes sumando a su red alrededor de 25-35 nuevos distribuidores por año.

Por otro lado, Harley Davidson reporta ingresos por ventas en otras regiones como Asia, Oceanía y Sudamérica. Para poder avanzar con la proyección de dichas ventas hemos tenido en consideración la participación de mercado de la Compañía sobre las ventas totales en dichos

mercados. Por ventas totales me refiero a las ventas de motocicletas de los 3 segmentos, livianas, medianas y pesadas.

Como se puede observar en la siguiente tabla, el mercado desarrollado de Asia y Oceanía viene sufriendo una importante desaceleración del 3% compuesto anual durante el periodo 2015 – 2019 por lo que se estima que esta tendencia continúe en los próximos años. Sin embargo, Harley Davidson logro mantener su participación de mercado pese a la menor demanda de motocicletas y, por ende, considerando los nuevos productos que se lanzaran a partir del 2020, entendemos que Harley Davidson podrá incrementar levemente su participación de mercado.

El mercado asiático “Emergente” está creciendo al 1,8% anual considerando los últimos 5 periodos, pero considerando la desaceleración de la economía China, estimamos que el crecimiento anual de la industria en esta región estará en el rango de 0,6%-1,3% y que Harley Davidson logrará mantener e incluso incrementar su participación de mercado gracias a las nuevas motocicletas pequeñas que se estima comenzar a vender en el 4Q20 en China y luego expandirse a otros países.

Por último, el mercado Latinoamericano se encuentra con una tendencia de crecimiento si consideramos los últimos 3 años. De todas formas, teniendo en cuenta la volatilidad de la región, se estimó que la tendencia será positiva sin grandes cambios. Harley Davidson tiene su participación de mercado muy definida en la región por lo que no hemos hecho modificaciones a la participación de mercado de la compañía.

Tabla 16

Mercado APAC	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nuevas Registros	471.448	441.113	451.142	424.404	415.155	402.285	390.217	378.900	368.291	358.347
	-9%	-6%	2%	-6%	-2%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%
Nuevas HD registradas	22.739	23.184	21.393	18.429	17.753	17.298	17.170	17.429	17.310	16.842
Participación de Mercado	4,8%	5,3%	4,74%	4,34%	4,28%	4,3%	4,4%	4,6%	4,7%	4,7%

Mercado Latino America	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nuevas Registros	2.506.685	2.082.086	2.096.380	2.238.153	2.235.307	2.239.778	2.248.737	2.266.727	2.293.927	2.323.748
	-9%	-17%	1%	7%	-0,1%	0,2%	0,4%	0,8%	1,2%	1,3%
Nuevas HD registradas	11.173	9.701	9.452	10.167	9.768	10.097	10.137	10.218	10.341	10.475
Participación de Mercado	0,45%	0,47%	0,45%	0,45%	0,44%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%	0,45%

Mercado Asia Emergente	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nuevas Registros	41.578.267	42.474.325	44.430.228	45.259.902	44.584.934	44.852.444	45.211.263	45.663.376	46.211.336	46.858.295
	-4%	2%	5%	2%	-1,5%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1%
Nuevas HD registradas	9.519	9.705	8.955	10.295	11.760	13.456	14.468	15.526	16.174	17.338
Participación de Mercado	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,03%	0,03%	0,03%	0,03%	0,04%	0,04%

En conclusión, el incremento en las ventas por región, considerando volumen y precios, se proyectó con las siguientes tasas de crecimiento anual:

Tabla 17

Regiones	TCAC
Norte America	-0,7%
Europa	7,3%
Apac*	0,3%
Países Emergentes	8,9%

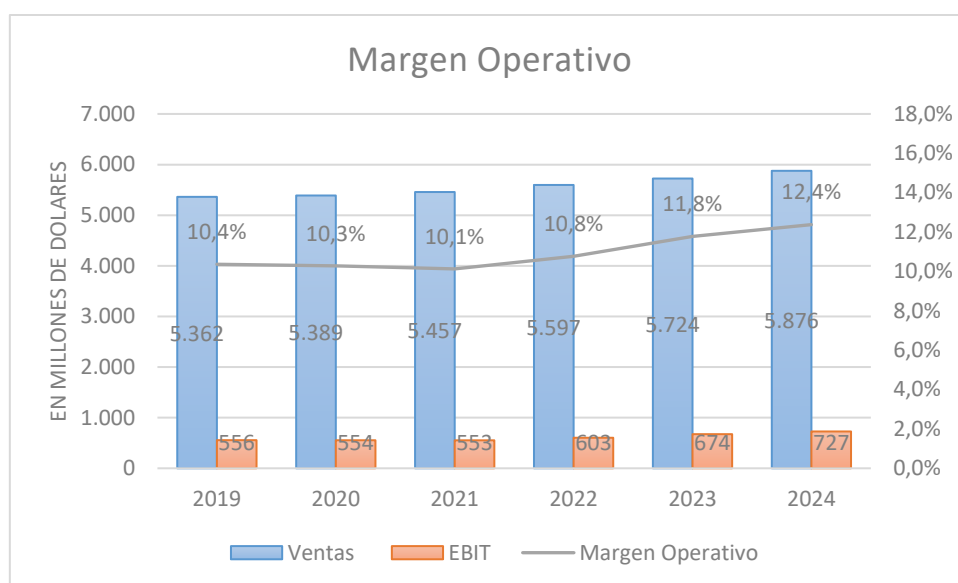
*\*Países desarrollados como Japón, Australia y Nueva Zelanda.*

### Resultado Operativo

En 2020 y 2021 se espera una suave reducción del margen operativo posicionándose en 10,3% y 10,1%, respectivamente, por un aumento de los gastos operativos asociados a mayores inversiones operativas relacionadas al lanzamiento de nuevos modelos y a un menor volumen comercializado que fue parcialmente compensado por un menor impacto de los aranceles de la Unión Europea y China, una fuerte productividad operativa enfocado en una optimización de costos (plan de optimización de fabricación), no se esperan gastos adicionales de reestructuración y menores precios en ciertos commodities por una desaceleración de la economía China quien es el principal demandante de ellos, como por ejemplo de Acero.

Para los próximos años bajo análisis se espera que el margen operativo retome una tendencia positiva alcanzando un EBIT de 12,4% en 2024 debido a una mayor absorción de costos fijos relacionadas a la producción explicado por un mayor volumen comercializado, menores aranceles por producción en plantas fuera de los Estados Unidos y una mayor optimización de costos.

Tabla 30



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – HD Press Release - Elaboración Propia

Para fines prácticos, y ya que la entidad financiera no es de nuestro interés en esta valuación, suponemos que tanto su participación en las ventas como en los costos se mantendrá constante.

### *Inversión de Capital, Amortizaciones y Depreciaciones*

En esta sección, buscaremos proyectar los gastos de capital para los próximos 5 años y las depreciaciones y amortizaciones de los distintos Bienes de Uso (Propiedad, Planta y Equipos), del Valor Llave y de los Activos Intangibles.

En primera instancia, vamos a analizar las variaciones de las distintas cuentas del balance que tienen un impacto o pueden ser afectadas tanto por las Depreciaciones y Amortizaciones como por las inversiones de capital.

En el caso de los activos fijos (bienes de uso), analizamos la evolución de las 5 sub-cuentas (Tierras y mejoras, Edificios y mejoras, maquinaria y equipamiento, software y construcción en progreso) que componen la totalidad de los activos fijos.

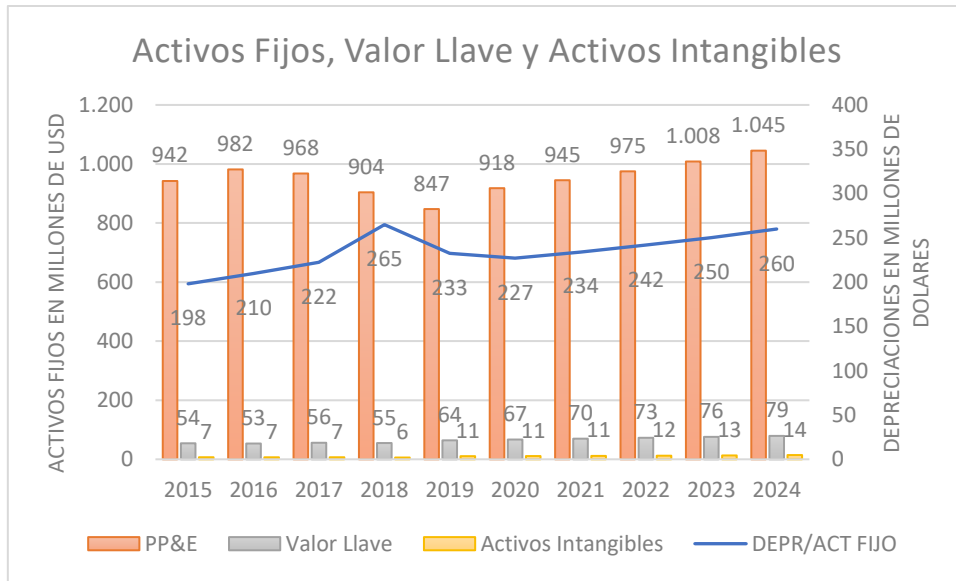
Como se puede observar en el gráfico a continuación, los activos fijos sufrieron una deducción en su conjunto durante los años 2018 y 2019 principalmente asociados al plan de optimización

de fabricación que implicó el cierre de la planta en Adelaide, Australia y cerrar la planta de Kansas consolidando sus operaciones en la planta de York que impacta en la cuenta Maquinaria y equipamiento pero las demás cuentas – con excepción a construcción en progreso que se fue trasladando a los distintos conceptos – tuvieron un incremento de entre el 3% y 9% de manera sostenida a lo largo de los años. Por esta razón, hemos decidido proyectar la evolución de estas cuentas respetando la tasa compuesta de crecimiento anual del periodo 2015-2019 para el periodo 2020-2024. Respecto a la cuenta maquinaria y equipamiento que decreció al ritmo del 3,5% anual para el periodo 2015-2019, proyectamos un incremento anual de 0,82% que es la tendencia de crecimiento obtenida hasta la venta de las plantas mencionadas en este párrafo. Por su parte, las depreciaciones acumuladas fueron calculadas en línea con el promedio de su participación histórica sobre los activos fijos.

En el caso de los activos Intangibles y del Valor Llave, asumimos el mismo supuesto, por lo que su crecimiento anual es del 11,1% y del 4,3%, respectivamente ya que la participación de estas cuentas sobre el total de los activos analizados en esta sección es menor al 8%. De todas formas, es importante destacar, que el crecimiento de ambas cuentas se explica principalmente por la adquisición de StaCyC, Inc y el continuo desarrollo de la red de distribuidores y de la Marca comercial. Estos últimos conceptos, están muy relacionados con la estrategia de la Compañía, por lo que entendemos que en los próximos años continuara apalancando la Marca, desarrollando la red de distribuidores y adquiriendo pequeñas start-up que tengan el “Know How” en ciertas modalidades que quiera desarrollar la Compañía, ya sea en nuevos mercados como las e-bikes como en el desarrollo de distintos software para ofrecer al usuario una experiencia integrada, tanto en la compra del producto y como usuario del mismo.



Gráfico 31



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

Para calcular la proyección de las amortizaciones y depreciaciones, considerando que los activos intangibles – incluido valor llave - y los bienes de uso son aquellos activos que están sujetos a amortizaciones y depreciaciones, analizamos su comportamiento y variaciones en los últimos 5 años. Al notar que dichas amortizaciones y depreciaciones se mantuvieron estables a lo largo del periodo bajo análisis y representaron en promedio de los últimos 5 años el 22,8% de estas cuentas. Por esta razón, consideramos que las D&A mantendrán constante su relación sobre las cuentas bajo análisis en los próximos años.

Respecto a las inversiones de capital y sus respectivas proyecciones, tuvimos en cuenta las proyecciones de la Compañía expuestas en su plan de crecimiento para los próximos años que fue actualizado en septiembre de 2019 y las inversiones de capital de los últimos 5 años.

La Compañía tiene pensado hacer erogaciones de capital entre 200m y 275m por año para adecuar sus plantas a la producción de motocicletas, eléctricas y de peso mediano, mejoras continuas y el desarrollo de locales minoristas como páginas de comercio electrónicas para desarrollar las ventas digitales (*ecommerce*).

Por otro lado, la relación de inversión de capital sobre las ventas de los últimos 5 años fue de 3,9%, lo que significaría una inversión de capital de USD 208m en 2020 y USD 225m en 2024, en línea con la estrategia pública de la Compañía. Es por esta razón, que decidimos utilizar como parámetro de CAPEX la participación histórica sobre las ventas (3,87%) en las proyecciones.

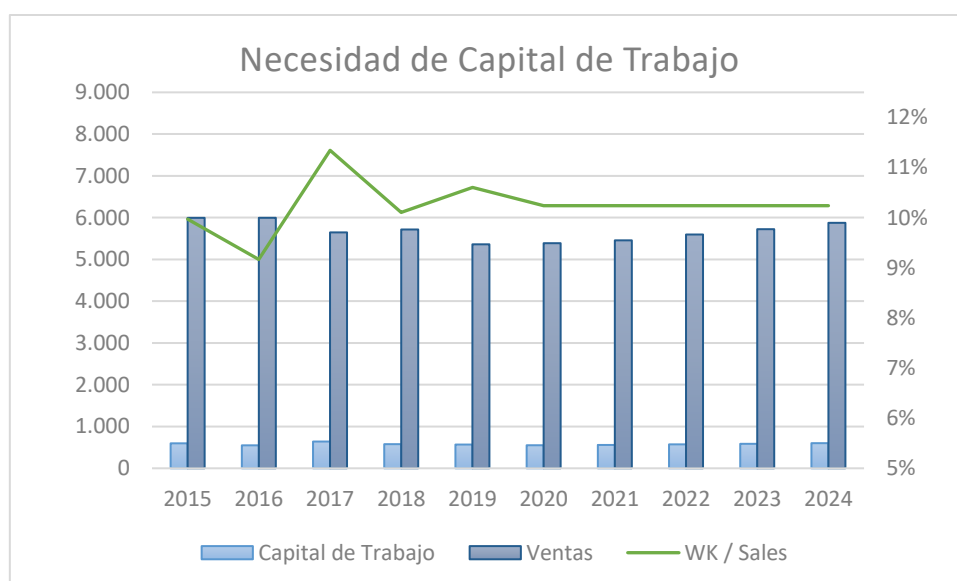
## *Capital de Trabajo*

En esta oportunidad, considerando que históricamente las necesidades de capital oscilaron entre el 9% y el 11%, las necesidades de capital de trabajo fueron calculadas en línea con esta tendencia reflejada en los últimos ejercicios. Adicionalmente, de esta manera podemos reflejar un aumento de las necesidades de capital ante un aumento de las ventas, así como un descenso de dichas necesidades ante una disminución en las ventas.

Las ventas netas aumentan en los periodos proyectados principalmente por un mayor volumen comercializado desde el 2022, es de esperar que las necesidades de capital de trabajo aumenten ya que la Compañía tendrá que flexibilizar los periodos de cobro para atender más mercado que será parcialmente compensado por una mayor rotación de inventario justificada por la mayor demanda mencionada anteriormente. En la misma línea se puede observar una leve suba del periodo de pago lo que descomprime la mayor presión en las necesidades de capital. Estas proyecciones están alineadas con las expectativas del directorio que espera desarrollar una asignación de capital disciplinada a través de una mejora en el capital de trabajo.

De todas formas, luego de discutirlo con el tribunal de defensa y considerando que las suaves variaciones no tienen un impacto significativo en el precio, hemos decidido mantener constante la relación promedio Capital de Trabajo sobre Ventas del periodo bajo análisis para las proyecciones de este documento.

Gráfico 32



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Press Release HD y Proyecciones propias – Elaboración propia

Como se puede observar en el gráfico expuesto anteriormente, al proyectar las necesidades de capital de trabajo para cada periodo, consideramos que las mismas van a representar un 10,24% de las ventas.

### Valor Terminal

Luego de proyectar los flujos de fondos para el periodo 2020-2024, debemos obtener el valor terminal que es el valor de los flujos de fondos que genera la firma en los periodos posteriores a los proyectados.

Para obtener el valor presente de los flujos, en primera instancia, debemos obtener la tasa de crecimiento que será utilizada para obtener los flujos nominales del año 2025 (t+1) al último año proyectado que será descontado con una tasa de descuento obtenida a través de la fórmula detallada a continuación siendo r el costo de capital utilizado como tasa de descuento para los flujos proyectados:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Free Cash Flow}_1}{(r - g)}$$

r: Costo de Capital: 11,12%

g: Tasa de Crecimiento: 3,1%

El Flujo de Fondos utilizado en la fórmula de Valor Terminal, también conocido como “*Horizon Value*”, es el flujo del año 2024 aplicándole la tasa de crecimiento a perpetuidad.

Para obtener la tasa de crecimiento, hemos investigado los pronósticos de diversas fuentes de información como reportes de bancos, del FMI y de OCDE como páginas con perspectivas económicas globales como Statista para obtener la evolución del producto bruto interno y de la inflación en los principales mercados donde participa HOG. Al obtener la proyección del PBI de las distintas regiones en términos reales, hemos utilizado la fórmula de Fisher – teniendo en cuenta las tasas inflacionarias – para obtener la evolución del PBI en términos nominales.

De esta manera, hemos obtenido la tasa de crecimiento ponderando la evolución del PBI por región en relación a la participación de las mismas sobre las ventas netas.

El crecimiento ponderado del PBI en los mercados donde opera la Compañía fue de 4,31%, pero considerando que la tasa de crecimiento no puede exceder el crecimiento de la economía, pero puede ser menor, y que el crecimiento nominal estimado de la industria motociclista es del 4,0%, hemos decidido aplicar una tasa de crecimiento del 3,1% ya que la Compañía evoluciono por debajo del incremento del PBI y de la Industria en los últimos años.

Universidad de  
San Andrés

### *Valuación DCF*

En línea con lo sostenido a lo largo de este reporte, vamos a buscar obtener el valor de la firma a través del método de flujos descontados. El valor obtenido va a ser incluirá el valor tanto de la Deuda como del Equity, por lo que para obtener el valor del Equity le restaremos del Valor Firma la Deuda Neta de la Compañía al 31/12/19. Es importante, que, considerando las perspectivas de la Compañía, utilizamos una tasa impositiva de 24% desde el año 2020 en adelante.

Tabla 18

Valor Presente FCFF	1.787.456
Valor Presente del VT	4.322.423
VALOR FIRMA	6.109.879
CAJA	470.649
DEUDA	750.000
Valor Equity	5.830.528
Acciones	152.808
Precio por accion	38,16

Fuente: Valuación DCF – Elaboración Propia

Es importante observar que el valor de la acción obtenido al 31 de diciembre de 2019 luego de proyectar los flujos de fondos y el valor terminal, en línea con los “inputs” y “drivers” obtenidos por la estrategia de la Compañía difiere de su precio de mercado a la misma fecha.

Según Yahoo Finance, la acción de HOG cerró el año con un precio de 37,07 dólares mientras que el precio obtenido con nuestro modelo es de 38,16 dólares. Entendemos, que la diferencia entre ambos precios, se debe a una desconfianza por parte del mercado a que HOG pueda cumplir en tiempo y forma los distintos objetivos trazados en su estrategia, ya sea por no alcanzar la cuota de mercado esperada, porque los productos no obtengan la aceptación que se espera, o porque no logren acompañar el crecimiento con un manejo apropiado de los costos.

Dicho esto, a continuación, procederemos con un análisis de sensibilidad proyectando dos escenarios, uno más bien pesimista y otro optimista para evaluar cómo puede cambiar el valor del “equity” ante cambios en ciertas variables.

Las variables alteradas fueron las de ventas como márgenes y aquellas directamente afectadas por las ventas como el CAPEX y el Capital de Trabajo dejando ceteris paribus las demás variables de la valuación como la tasa de crecimiento, la tasa de descuento, las amortizaciones y depreciaciones, etc.

*En la siguiente tabla, se puede observar que en el escenario pesimista las ventas caen con una tasa compuesta anual de crecimiento de -1,5%, y la empresa no puede manejar de manera eficiente los costos en este proceso de crecimiento orgánico por lo que la participación sobre las ventas de los costos fijos aumenta en mayor medida al escenario base y, en consecuencia, el Margen EBIT comienza a decrecer paulatinamente.*

Por el otro lado, el escenario optimista incrementa sus ventas a una tasa compuesta de crecimiento anual del 3,2% (mayor al escenario base) y si bien los costos fijos aumentan levemente por encima del escenario base, el crecimiento se debe a un crecimiento del negocio que es absorbido por el incremento en ventas arribando a un EBIT con un crecimiento también mayor al escenario base.

Tabla 19

Harley Davidson	Escenario Pesimista	Escenario Base	Escenario Optimista
Fecha de Valuación	31 de Dic. 2019	31 de Dic. 2019	31 de Dic. 2019
Ke	11,50%	11,50%	11,50%
Kd	4,47%	4,47%	4,47%
WACC	11,12%	11,12%	11,12%
Tasa de Crecimiento	3,10%	3,10%	3,10%
Valor Presente del FCFF	1.505.842	1.787.456	2.105.807
Valor Presente Valor Terminal	2.913.091	4.322.423	5.486.696
Valor de la Firma	4.418.933	6.109.879	7.592.503
Valor de la Deuda Neta	279.351	279.351	279.351
Valor Capital Accionario	4.139.582	5.830.528	7.313.152
Cantidad de Acciones	152.808	152.808	152.808
Precio por Acción	27,09	38,16	47,86

Fuente: elaboración propia en base a estimaciones de la industria y de la empresa

**Explicado los cambios en las variables para cada escenario, podemos observar que el precio de la acción se ubica en USD 47,86 en el escenario optimista, USD 38,16 en el escenario base y USD 27,09 en el escenario pesimista.**

### Valuación por Múltiplos

La valuación por múltiplos consiste en obtener el valor de un activo comparando con el valor que le asigno el mercado a activos similares. Es por eso que, para proceder con este tipo de valuación, es muy importante que los activos seleccionados coticen en bolsa, realicen actividades de negocio similares, y poseen características similares en termino de retorno riesgo.

Este es uno de los métodos más sencillos y utilizados en el análisis fundamental para la valoración de empresas (aproximadamente el 85% de los research están basados en múltiplos y el 50% de las adquisiciones), pero es muy importante respetar los requisitos mencionados anteriormente para obtener una valuación razonable comparando los múltiplos del activo analizado con el comparable para juzgar la valuación del activo.

Para llevar a cabo la valuación por múltiplos elegimos distintos activos de la industria automotriz que tiene oferta pública y entre ellos, se intentó seleccionar los más semejantes a HOG en términos de ventas, sub-sector de la industria, mercados que opera y público que consume sus productos como para segmentar de una manera precisa.

Luego seleccionamos los múltiplos de valuación estandarizados que reflejan el valor de esas compañías para finalmente estimar el valor del capital accionario de Harley Davidson, Inc.

En la siguiente tabla, se observan las empresas públicas seleccionadas bajo el criterio mencionado anteriormente: BMW, Honda Motor co, Polaris (Indian Motorcycle), Volkswagen y Yamaha. De todas formas, es importante destacar la dificultad de valorar por múltiplos a una Compañía como Harley Davidson ya que la misma tiene un valor intangible por encima de la media al ser una marca “icónica”, especialmente en los Estados Unidos, y que atiende un segmento de “lujo” aunque a futuro está queriendo expandirse a segmentos más accesibles con el fin de aumentar su participación de mercado.

Los múltiplos que utilizamos para proceder con la valuación relativa con aquellos de ventas y márgenes de rentabilidad. Por consiguiente, hemos buscado el promedio ponderado del ratio de EV (Valor Firma) / EBITDA (Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones).

En la siguiente tabla se muestra los principales ratios comparables de las empresas mencionadas anteriormente y se buscó la mediana de los mismos para poder tener una comparación con los ratios de Harley Davidson.

Tabla 20

Empresa	EV/EBITDA	Ventas	Margen Ebitda	ROE	ROA	D/E
Volkswagen AG	7,9	283.378,6	11,9%	11,4%	3,8%	1,6
Honda Motor Co.	6,1	190.461,2	8,1%	7,3%	4,9%	0,8
BMW AG	11,7	116.892,9	12,1%	8,3%	3,8%	1,9
Polaris	10,9	6.863,4	10,5%	32,8%	10,9%	1,6
Yamaha Motor Co	6,3	15.320,4	7,3%	7,5%	7,5%	0,5
Mediana	7,9	116.892,9	10,5%	8%	5%	1,6
HOG	6x-10x	4.572,7	14,7%	23,7%	5,3%	0,4

Fuente: Yahoo Finance y Alpha seeking – Elaboración Propia

Con los datos mencionados en la tabla anterior, podemos avanzar con la valuación relativa de HD. En primer lugar, seleccionamos un rango de múltiplos EV/EBITDA de las empresas comparables que va de 6x a 10x donde se podría encontrar el valor de la firma que la mediana es de 7,9x pero los ratios de rentabilidad de HOG están por encima de la media y son más bien parecidos a los de Polaris y BMW.

Considerando dichos rangos y la información del estado de resultados al 31 de diciembre de 2019, se estimó el valor firma de HOG para los distintos rangos. (Rango x EBITDA). Luego se le resta la deuda neta para poder obtener el valor "Equity". En consecuencia, y como se refleja en la siguiente tabla, obtuvimos un valor del capital accionario que varía entre USD 4.728m y USD 7.601m con un punto medio de USD 6.025m. Considerando las acciones en circulación, las mismas varían en un rango de USD 29,1 y USD 49,7. Los valores obtenidos son similares a los obtenidos a través de la valuación de los flujos de fondos descontados (DCF) y al valor de mercado de la Compañía al 31 de diciembre de 2019.



Tabla 21

	Límite Inferior	Punto Medio	Límite Superior
EV/EBITDA	6	8	10
EBITDA HOG		788	
EV HOG	4.728,0	6.304,0	7.880,0
CAJA		471	
DEUDA		750	
Equity	4.449	6.025	7.601
Acciones en circulación		152,8	
Precio por Acción	29,1	39,4	49,7

Fuente: Reporte Anual HOG – Elaboración Propia – en millones de dólares

Por último, pueden observar una tabla de sensibilidad para el valor de la acción de Harley Davidson. Para mantener consistencia con lo mencionado anteriormente, se utilizaron los mismos rangos (6x-10x) y simulamos pequeñas variaciones en el EBITDA para ver cómo puede variar el precio ante un cambio en el mismo.

Tabla 22

EV/EBITDA	6	7,0	8,0	9,0	10,0
768	28,3	33,4	38,4	43,4	48,4
778	28,7	33,8	38,9	44,0	49,1
788	29,1	34,3	39,4	44,6	49,7
798	29,5	34,7	39,9	45,2	50,4
808	29,9	35,2	40,5	45,8	51,0

Elaboración propia

## Bibliografía

### *Libros:*

- Damodaran, A - Applied Corporate Finance.
- Damodaran, A -Corporate Finance: Theory and Practice (2001).
- Principles of Corporate Finance 12<sup>th</sup> Edition (Brealey, Myers, Allen).

### *Reportes e Informes:*

- Damodaran, A – Pagina Web <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Fred – <https://fred.stlouisfed.org>
- Portal de Fondo Monetario Internacional, de OCDE y Statista
- Portal de Reuters, Alpha Seeking, Yahoo Finance
- Presentaciones del Taller de Valuación de la Universidad del San Andres (2019).
- Reporte Anual de Harley Davidson años 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 y 2019.
- Reporte Anual 2019 de BMW, Yamaha, Honda, Kawasaki, Eichors, Volkswagen, Polaris.
- Reporte “More Roads to Harley Davidson” Accelerated Plan for Growth.
- Reportes macroeconómicos del HSBC.
- Slick Chart – [www.slickcharts.com](http://www.slickcharts.com)
- Statista - <https://www-statista-com.eza.udes.edu.ar/>

## Anexo

### *Evolución de la Estructura Patrimonial*

Harley Davidson reportó activos por USD 10.528 millones de dólares estadounidenses en el ejercicio fiscal 2019. La posición de activos se redujo en relación al 2018 en 1% año sobre año principalmente debido a una pequeña disminución del activo corriente que fue parcialmente compensado por un incremento en los activos de largo plazo. Es importante destacar que no hubo variaciones considerables en la participación de cada activo sobre los activos totales manteniendo la participación histórica de 40% en activos corrientes y el 60% en activos no corrientes.

Adicionalmente, es muy importante destacar, que, por características genuinas del sector financiero, el 75% de los activos corresponden a HDFS mientras que el 25% restante corresponde a HDMC. Asimismo, es importante resaltar que los activos que corresponden a HDFS son más bien efectivo o equivalentes por USD 363m, cuentas financieras por cobrar de corto y largo plazo por USD 2.272m y USD 5.102m, respectivamente, sumado a USD 59m de efectivo restringido usado como colateral en ciertas facilidades crediticias, y otros conceptos con menor preponderancia.

El Activo corriente se redujo un 6% (-USD281m) en relación al 2018 alcanzando los USD 4.203m principalmente por:

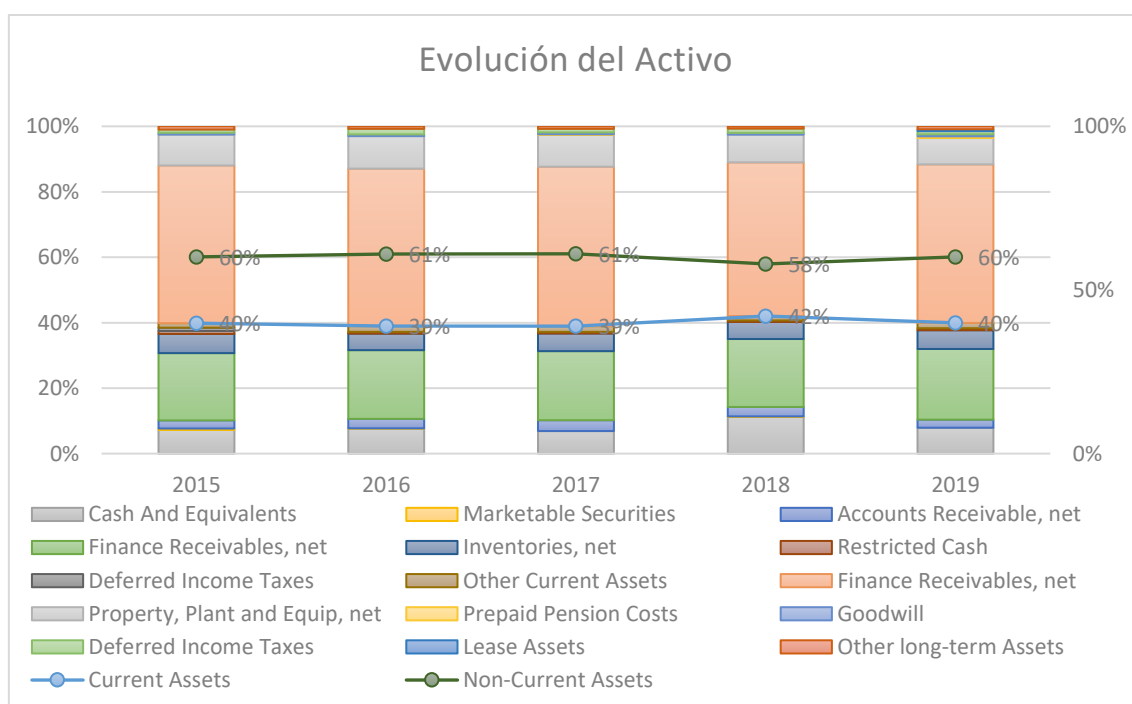
- Una reducción de efectivo y equivalentes en USD 355m con una posición final de USD 833m, que fue utilizado para cubrir las actividades de financiamiento e inversión junto con el flujo de caja generado por las actividades operativas.
- Una suave disminución de las cuentas por cobrar en USD 47m alcanzando los USD 259m en el 2019. La reducción de cuentas por cobrar se debe principalmente a una reducción de los días de cobros y una disminución de las ventas anuales traducidas en menor volumen.

- La reducción de los activos corrientes fue parcialmente compensada por un suave incremento de USD 47m en el inventario que alcanzo los USD 604m (+8,5% AsA) y un aumento en USD 58m de las cuentas por cobrar financieras a minoristas y mayoristas.
- Las cuentas por cobrar financieras se registran en los estados financieros al costo amortizado neto de una reserva para perdidas crediticias. Las cuentas por cobrar financieras consisten de pagarés garantizados y contratos a plazos garantizados y están principalmente relacionados con la venta de motocicletas. Las cuentas por cobrar por parte de mayoristas tienen vencimiento dentro del año mientras que las minoristas tienen plazos más largos.

Por otro lado, los activos no corrientes aumentaron un 2% año sobre año posicionándose en USD 6.325m principalmente debido a:

- Los bienes de uso se redujeron en USD 57m alcanzando USD 847m principalmente por amortización y depreciación del ejercicio, y venta de algunos activos productivos en línea con la estrategia de consolidar la producción de la planta ubicada en Kansas en la planta de York y por otro lado cerrar la planta de neumáticos en Adelaide, Australia. Por otro lado, dicha disminución fue parcialmente compensada con inversiones de CAPEX por USD 181m en el 2019. Adicionalmente, HD obtuvo distintos bienes de uso financiados con Leasing por USD 62m.
- Los impuestos a las ganancias a pagar disminuyeron principalmente en USD 40m por una menor ganancia en el ejercicio 2019.
- Las cuentas por cobrar financieras se incrementaron 2% en relación al 2018 alcanzando una posición de USD 5.102m explicado por un desarrollo de la unidad de HDFS. El 85% de las cuentas por cobrar financieras corresponden al segmento minorista y un 96% de las mismas se explican por ventas en los EEUU mientras que el 4% restante por ventas en Canadá. El 15% restante corresponden al segmento mayorista con USD 1.157m con presencia principalmente en los estados unidos.
- Los activos intangibles aumentaron en USD 9m alcanzando una posición de USD 64m luego de la adquisición de la Compañía StaCyC. La misma se dedica al desarrollo y producción de bicicletas y motocicletas eléctricas. La Compra está alineada con la estrategia de la Compañía.

Gráfico 1



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

Los pasivos se disminuyeron un 2% (-USD 168m) en 2019 en relación al año 2018 posicionándose en USD 8.724m principalmente por una reducción del pasivo corriente en USD 401m parcialmente compensado por un leve incremento de USD 233m en los pasivos de largo plazo. Al igual que con los activos, el 75% de los pasivos corresponden a HDFS mientras que el restante fue devengado por HDMC y a su vez, no hubo grandes variaciones en la participación de los distintos conceptos sobre el total del capital.

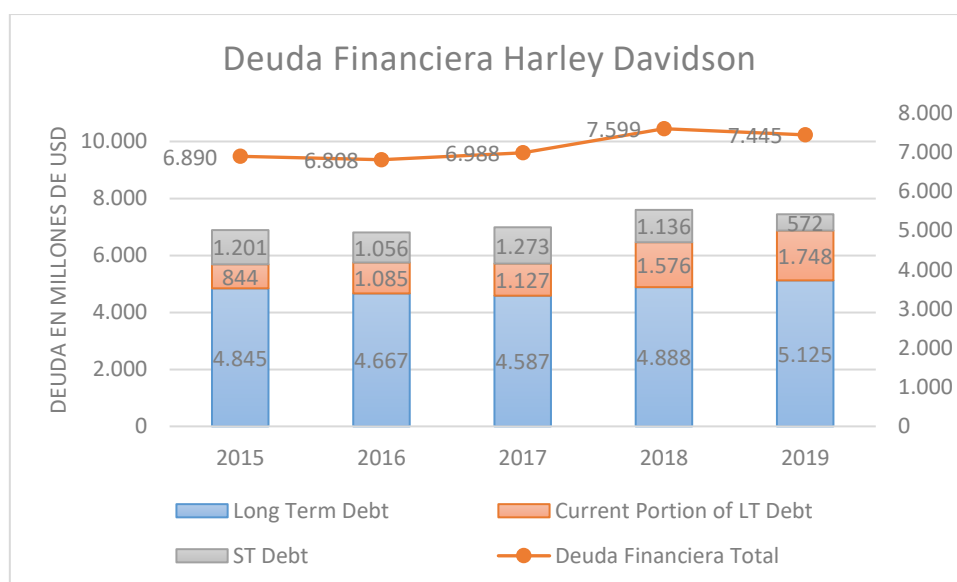
Las principales variaciones en el pasivo corriente, que alcanzo los USD 3.197m en 2019, se pueden explicar por:

- Las cuentas por pagar se incrementaron un 3% intra-anual alcanzando los USD 294m principalmente por una mayor importación de materia prima y componentes relacionado con las proyecciones de mayor producción y demanda por 2020 ya que el aumento de inventario se explicaba por un mayor aprovisionamiento de materia prima y trabajo en proceso.
- Obligaciones a pagar se redujo en USD 19m alcanzando los USD 582m. Este concepto está compuesto por los sueldos a pagar, los incentivos por ventas, gastos de reestructuración, ejecución de garantías de las motocicletas, devoluciones, entre otros.

- Se redujo la deuda de corto plazo contraída por HDFs en USD 564m teniendo una posición al final del ejercicio fiscal bajo análisis de USD 572m.
- La porción corriente de deuda de largo plazo se aumentó en USD 172m alcanzando los USD 1.748m en línea con el perfil de vencimientos de deuda de la Compañía.

Los pasivos no corrientes aumentaron un 4%, en USD 233m, en relación al año anterior principalmente por un aumento de la deuda de largo plazo y un aumento de las obligaciones de leasing en USD 45m tomadas por la Compañía que fue parcialmente compensado por una reducción en las obligaciones de retiro y pensión de sus empleados. El 85% de la deuda de largo plazo corresponde a obligaciones de Harley Davidson Servicios Financieros necesarias en su operatoria diaria.

Gráfico 2



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

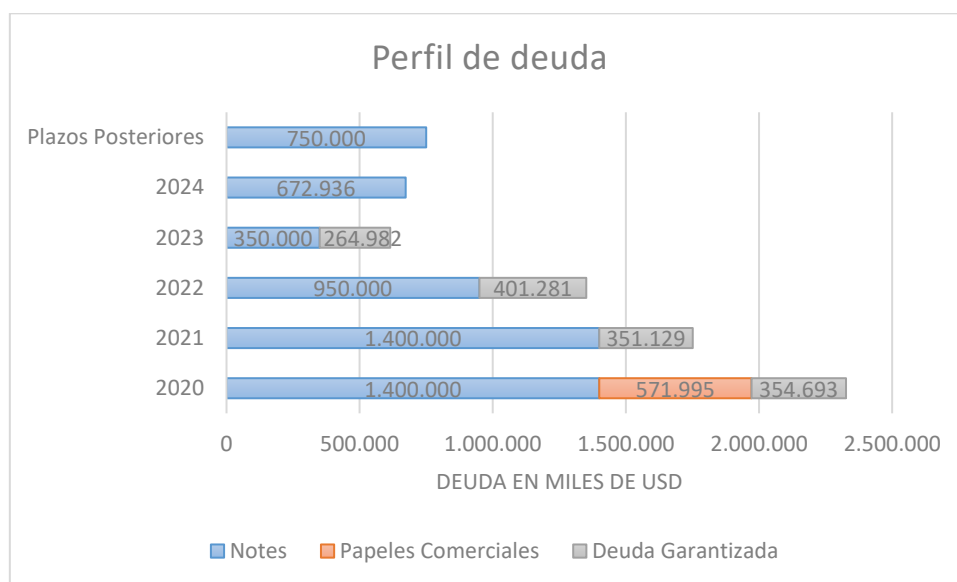
Como mencionamos anteriormente, en primer lugar, es importante resaltar que el 90% de la deuda financiera – tanto de corto como de largo plazo – corresponde a Harley Davidson Servicios Financieros mientras que el 10% restante corresponde a Harley Davidson Motor Company.

Adicionalmente, la Compañía tiene diversas fuentes de fondeo que incluye la deuda bancaria, los préstamos inter-co, pagos de dividendos, emisión de deuda y/o equity, entre otros. HD tiene líneas bancarias comprometidas con diversos bancos por USD 195m (1 año de plazo, renovable anualmente), línea de crédito de USD 780m (5 años de plazo, renovable en abril 2023) y otra

línea revolvente por USD 765m (5 años de plazo, renovable en abril 2021). Dichas líneas devengan un interés variable por la utilización de las mismas que se pacta dependiendo distintos factores como la calificación crediticia de la Compañía y paga una tarifa anual por tener las líneas comprometidas. Esto es un dato muy importante ya que le asegura la liquidez necesaria para afrontar la pandemia del COVID-19 durante el 2020.

El cliente tiene una deuda financiera total, considerando las deudas financieras de largo y corto plazo, por USD 7.445m que tiene un costo promedio ponderado de 2,96% por dicha deuda. Es esta razón, y considerando que el 90% de la deuda financiera corresponde a la actividad operativa de HDFS, que la empresa solo paga intereses no operativos por USD 31m.

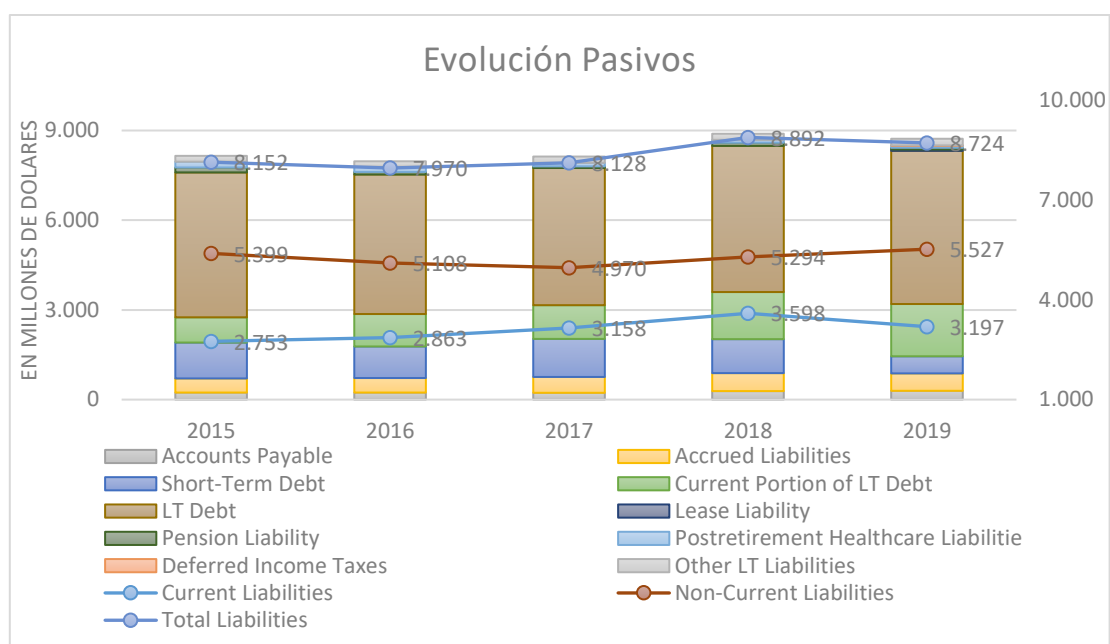
Gráfico 3



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

Por último, como mencionamos anteriormente, la Compañía tiene distintas fuentes de fondeo por lo que no debería ser un problema honrar sus obligaciones financieras de capital e intereses durante 2020 y 2021 donde expiran el 50% de sus obligaciones en un contexto en el que comienzan a existir ciertas restricciones a la liquidez mundial. Como mitigante, HD tiene líneas comprometidas por USD 1.740m, una generación genuina de caja por USD 868m, y diversas fuentes de fondeo.

Gráfico 4



Fuente: Reporte Anual Harley Davidson – Elaboración Propia

### Flujo de Fondos Descontados – Escenario Base

USD miles	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
EBIT	1.155.695	1.048.936	882.081	713.523	555.608	553.817	552.653	603.190	674.131	727.330	
EBIT %	19,3%	17,5%	15,6%	12,5%	10,4%	10,3%	10,1%	10,8%	11,8%	12,4%	
D&A	198.074	209.555	222.188	264.863	232.537	227.222	234.138	241.847	250.378	259.821	
CAPEX	-259.974	-256.263	-206.294	-213.516	-181.440	-208.882	-211.530	-216.949	-221.878	-227.783	
Var. CT		47.993	-90.886	62.850	9.216	16.843	-6.995	-14.312	-13.016	-15.596	
Tasa Impositiva	34,6%	32,4%	39,6%	22,6%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
FCFF	693.925	710.366	457.785	666.464	482.575	456.084	435.629	469.010	527.824	569.213	586.859
Valor Terminal											7.321.519
Sumatoria PV FCFF						410.459	352.831	341.867	346.250	336.048	
PV Valor Terminal											4.322.423
HOG	Moneda	en miles									
VALOR FIRMA	USD	6.109.879									
WACC		11,12%									
G		3,10%									

Valor Presente FCFF	1.787.456
Valor Presente del VT	4.322.423
VALOR FIRMA	6.109.879
CAJA	470.649
DEUDA	750.000
Valor Equity	5.830.528
Acciones	152.808
Precio por accion	38,16



## Flujo de Fondos Descontado – Escenario Pesimista

USD miles	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
EBIT	1.155.695	1.048.936	882.081	713.523	555.608	517.573	499.406	486.790	469.394	452.410	
EBIT %	19,3%	17,5%	15,6%	12,5%	10,4%	9,8%	9,6%	9,5%	9,3%	9,1%	
D&A	198.074	209.555	222.188	264.863	232.537	227.222	234.138	241.847	250.378	259.821	
CAPEX	-259.974	-256.263	-206.294	-213.516	-181.440	-208.882	-211.530	-216.949	-221.878	-227.783	
Var. CT		47.993	-90.886	62.850	9.216	27.829	8.110	7.989	7.869	7.751	
Tasa Impositiva	34,6%	32,4%	39,6%	22,6%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
FCFF	693.925	710.366	457.785	666.464	482.575	439.525	410.266	402.847	393.108	383.621	395.513
Valor Terminal											4.934.328
Sumatoria PV						395.556	332.289	293.640	257.877	226.479	
PV Valor Terminal											2.913.091
HOG	Moneda	en miles									
Valor Firma	USD	4.418.933									
WACC		11,12%									
G		3,1%									
Valor Presente FCFF		1.505.842									
Valor Presente del VT		2.913.091									
Valor Firma		4.418.933									
Caja		470.649									
Deuda		750.000									
Valor Equity		4.139.582									
Acciones		152.808									
Precio por accion		27,09									

## Flujo de Fondos Descontado – Escenario Optimista

USD miles	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Valor Terminal
EBIT	1.155.695	1.048.936	882.081	713.523	555.608	616.948	642.288	754.559	839.070	930.565	
EBIT %	19,3%	17,5%	15,6%	12,5%	10,4%	10,7%	11,0%	12,6%	13,7%	14,8%	
D&A	198.074	209.555	222.188	264.863	232.537	227.183	234.097	241.805	250.334	259.776	
CAPEX	-259.974	-256.263	-206.294	-213.516	-181.440	-208.882	-211.530	-216.949	-221.878	-227.783	
Var. CT		47.993	-90.886	62.850	9.216	-21.774	-7.485	-15.314	-13.927	-16.688	
Tasa Impositiva	34,6%	32,4%	39,6%	22,6%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	
FCFF	693.925	710.366	457.785	666.464	482.575	465.407	503.221	583.007	652.222	722.535	744.933
Valor Terminal											9.293.618
Sumatoria PV						418.849,91	407.576,48	424.961,03	427.854,98	426.564,64	
PV Valor Terminal											5.486.695,89
HOG	Moneda	en miles									
VALOR FIRMA	USD	7.592.503									
WACC		11,12%									
G		3,10%									
Valor Presente FCFF		2.105.807,04									
Valor Presente del VT		5.486.695,89									
VALOR FIRMA		7.592.503									
CAJA		470.649									
DEUDA		750.000									
Valor Equity		7.313.152									
Acciones		152.808									
Precio por accion		47,86									